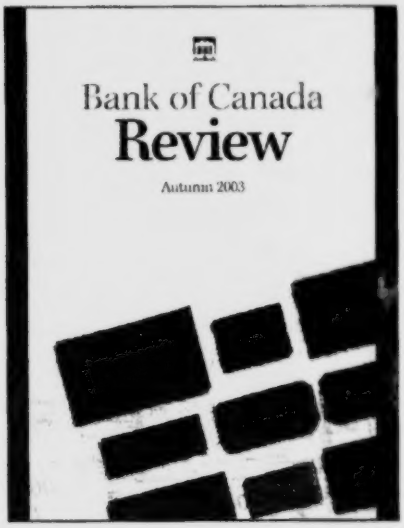


Bank of Canada Review

Autumn 2003

Articles

An Evaluation of Fixed Announcement Dates 3

Recent Labour Market Developments in Canada 13

Developments, Issues, and Initiatives in Retail Payments 23

Technical Note: Elimination of Retroactive Settlement in the ACSS 39

Speeches

Introduction 43

Economic Integration in North America 45

Fostering Confidence 51

Announcements

Bank of Canada Publications 57

Summary Tables 61

Notes to the Tables 67

hotographed by Gord Carter, Ottawa.

An Evaluation of Fixed Announcement Dates

Nicolas Parent, Financial Markets Department, Phoebe Munro, Communications Department, and Ron Parker, Adviser

- *The Bank of Canada hoped to meet four key objectives when it introduced a new system for announcing its decisions regarding the target for the overnight rate of interest in late 2000. These included reduced uncertainty in financial markets, greater focus on the Canadian rather than the U.S. economic environment, more emphasis on the medium-term perspective of monetary policy, and increased transparency regarding the Bank's interest rate decisions.*
- *Evidence to date suggests that all four objectives have been met to a substantial degree. Uncertainty has been reduced, and markets now pay more attention to Canadian economic data. Market participants and the media show greater awareness of the medium-term perspective in which policy decisions are taken, and the reasons for the decisions are more transparent.*
- *Fixed announcement dates have provided regular opportunities for the Bank to communicate its views on the state of the Canadian economy to the public. This has helped to improve the financial markets' understanding of the broad direction of monetary policy and generally to increase public understanding of the rationale behind the Bank's policy decisions, although the decisions themselves are not always fully anticipated.*

In December 2000, the Bank of Canada introduced a new system of eight "fixed" or pre-specified dates each year for announcing decisions on its key policy interest rate, the target for the overnight rate. After considerable analysis, the Bank had concluded that this system of fixed announcement dates (FADs) would lead to more effective implementation of monetary policy. The new arrangement was launched with four key objectives in mind: reduced uncertainty in financial markets; enhanced focus on the Canadian economic context; greater emphasis on the medium-term perspective of monetary policy; and increased transparency, accountability, and dialogue with the public. In this article, we examine the objectives and results of the fixed-date strategy to this point, basing our assessment on empirical evidence; monitoring and analysis of media coverage; and feedback from the media, financial analysts, and regional contacts.

Background

Before November 2000, Bank practice was to announce changes to the target for the overnight rate at 9 a.m. on any business day. Sometimes these announcements followed closely on the heels of interest rate decisions by the U.S. Federal Reserve, leading Canadian money markets to be extremely sensitive to macroeconomic developments in the United States compared with those in Canada. Between February 1996 and October 2000, for example, seven of the Fed's ten interest rate changes were immediately followed by similar decisions by the Bank of Canada, giving the impression that the Bank was simply taking its cue from the Fed's decisions (Aba 2001). This perception prevailed

despite the fact that the Bank changed its policy rate 25 times in total during this period.[1]

Further to this tendency to confuse the Bank of Canada's decision-making process with that of the Fed, there were relatively few scheduled opportunities for communication during the year. This limited the number of occasions when the Bank could update the public on its policy thinking (Vayid 2002). As well, since there were no fixed dates for decisions, there were fewer occasions to achieve internal consensus on what the Bank would say publicly. One result of this approach was that, from time to time, the Bank was criticized by the media and the markets for perceived missteps in its public communications. The *Financial Post* reported in September 1997, for example, that "the Bank of Canada's credibility is coming under intense scrutiny . . . [Governor] Thiessen now runs the risk of being seen as 'crying wolf' if he does not raise rates." And, "Of course, the central bank cannot telegraph its intentions in the markets. But Thiessen, though his desire to communicate is admirable, should be more careful not to keep stoking expectations."

Towards the end of 2000, the Bank addressed these issues by adopting a fixed schedule for announcing interest rate decisions (Thiessen 2000).[2] Henceforth, decisions would be announced on eight pre-set dates every year, at 9 a.m., always accompanied by a press release explaining the reasons behind the decision. In the event of extraordinary circumstances, the Bank reserved the right to make announcements outside the schedule.

Before embarking on the new system, the Bank conducted a series of consultations with financial markets and the public. The results showed general support for fixed dates, with a preference for Tuesdays so as not to interfere with the Wednesday bond auctions. Respondents also wanted to stay with the 9 a.m. time, believing that this would ensure consistency with the Bank's past practice.

After working with this system for the past two and a half years it is time to ask if the Bank has met its objectives for fixed announcement dates.

Reduced Uncertainty in Financial Markets

The first objective in adopting fixed announcement dates was to reduce uncertainty in financial markets regarding the timing of policy announcements. This represented an important development for market participants, since the overnight rate is the Bank's key policy instrument for influencing short-term interest rates and other asset prices. When the Bank changes the target for the overnight rate, the change usually affects other interest rates, including mortgage rates and prime rates charged by commercial banks. Knowing that the Bank would only make changes on specific announcement dates would allow participants to plan ahead without wondering daily whether the Bank would change its target for the overnight rate.

Empirical evidence discussed in this section shows that the reduced uncertainty as to the timing of future decisions by the Bank has improved the pricing efficiency of Canadian money markets. It also appears that making interest rate announcements on fixed dates may have contributed to the development of new financial instruments.

Empirical evidence . . . shows that the reduced uncertainty as to the timing of future decisions by the Bank has improved the pricing efficiency of Canadian money markets.

One concern expressed by some respondents during the consultation period in the autumn of 2000 was whether volatility in foreign exchange and debt markets might ensue if the Bank's announcement date was set too far apart from the Fed's. The Bank believed, however, that once the calendar was established, market players would make the necessary adjustments so that markets would not experience a rise in volatility. The Bank also believed that a reasonable interval is necessary to permit more attention to be focused on Canadian economic fundamentals and circumstances in the period leading up to, and following, the Bank's interest rate announcements. In the event, markets have adjusted smoothly to the change, incorporating

1. In fact, in the year before fixed dates were adopted, the Bank matched all the decisions taken by the Fed, which reinforced the perception that the Bank was simply following the Fed.

2. This action was taken in a context in which fixed announcement dates were increasingly viewed as the international norm. The Bank of England, the Bank of Japan, and the European Central Bank had recently adopted some form of fixed-date system.

announcements from the Fed into their expectations for actions by the Bank of Canada, just as they would for any other relevant news.

Eliminating the 9 a.m. watch

One consequence of adopting fixed announcement dates was the elimination of the so-called "9 a.m. watch." On mornings when the announcement of a change to the overnight rate was thought to be particularly likely, trading slowed to a snail's pace because currency and bond traders tended to avoid trading until after 9 a.m. The low level of liquidity noted in markets on those mornings was problematic for market participants, since prices were less representative, and it was harder to conduct business at low cost. By adopting the fixed-date approach, the Bank has eliminated the 9 a.m. watch (except on announcement days), so that markets now work more efficiently around that time.

Impact on money market instruments

The decrease in uncertainty has made it easier to price financial instruments with short terms to maturity (less than one year), since they are closely linked to the Bank's target overnight rate. Johnson (2003) examined the impact of the new system on the very short end of the term structure (the "money market") by testing the expectations hypothesis before and after the implementation of fixed announcement dates. His results suggest that the prices observed in financial markets have become more consistent with theoretical models that attempt to explain how interest rates should move in relation to each other. The expectations hypothesis now appears to be a reasonably accurate representation of the mechanics of the short end of the Canadian yield curve. One explanation for this change suggested by Johnson is that the fixed announcement dates have helped to reduce errors related to expectations in the pricing of short-term assets.

While the new system is not the only reason for the reduced volatility of interest rates, Johnson shows that the observed change dovetails with its adoption. This represents an important development in Canadian financial markets, since reduced expectational errors in pricing money market assets is likely to improve market efficiency. Moreover, it is now possible to derive financial expectations for future policy moves with greater confidence.[3]

3. Financial market expectations represent one element of the information that the Governing Council monitors when making its decision.

Development of new financial instruments

Because of the reduced uncertainty surrounding short-term interest rates associated with fixed announcement dates, market participants seem to have greater confidence in the prices of certain instruments. This increased confidence has been associated with a rapid increase in the volume of the Overnight Indexed Swap market (OIS) and the development of the ONX contract on the Montreal Exchange. The OIS is a fixed/floating swap in which the floating rate is tied to a daily overnight reference rate. The ONX is an exchange-traded version of the OIS.

The OIS contract was introduced in March 1999; anecdotal evidence suggests that the adoption of the fixed-date approach by the Bank in 2000 added to the popularity of this product. The higher volume of trading in this instrument has improved its reliability for measuring interest rate expectations.

Enhanced Focus on the Canadian Economy

The second objective of the new system was to focus the attention of market participants and the general public on economic and financial conditions in Canada. In addition to empirical evidence presented below, analysis of media coverage suggests that when financial markets and the media are forming their views of policy interest rate decisions, they now pay more attention to the economic environment in Canada, especially in the periods just prior to and following interest rate announcements.

Analysis of media coverage suggests that when financial markets and the media are forming their views of policy interest rate decisions, they now pay more attention to the economic environment in Canada.

Over the two-year period before the introduction of fixed dates, monetary policies in Canada and the United States were strongly correlated, owing to the convergence in the business cycles of the two countries (see Chart 1). While there are often good reasons

Chart 1

Official Interest Rates

for the two countries to adopt a similar policy stance, the Bank was concerned during this period that financial markets and the general public were perceiving Canadian monetary policy as being overly influenced by that of the United States. As well, market participants and others tended to focus principally on U.S. economic developments. This situation presented problems, as the Bank and the markets were focusing on different information. In that context, markets could be surprised more often by decisions taken by the Bank and may have questioned the rationale behind those decisions, giving rise to communication challenges for the Bank.

Parent (2002–2003) examined whether the introduction of fixed announcement dates has increased the focus of market participants on Canadian macroeconomic data, using tests based on the theory of efficient markets, which predict that the prices of financial instruments will always reflect available information. Thus, when markets are efficient, short-term interest rates should adjust almost instantaneously after the release of data that modify financial market expectations of monetary policy. He found that Canadian data did not have a significant impact on short-term interest rates before the implementation of the new system.[4] Indeed, only U.S. macroeconomic data had a significant impact on Canadian rates between 1996 and 2000. More specifically, U.S. economic factors, including industrial production, the ISM index,[5] non-farm payrolls, and retail sales were found to have an impact on both the BAX 3-month futures contract, which is based on a Canadian banker's acceptance (BA), and the two-year interest rates.

Results obtained from the period following the adoption of fixed announcement dates suggest that Canadian macroeconomic data now have a significant impact on both BAX and two-year interest rates. Canadian employment numbers and Canadian retail sales now seem to be the variables that affect BAX contracts. U.S. macroeconomic indicators are no longer statistically significant, indicating that market participants focus less on developments south of the border and more on Canadian data.[6]

The fixed-date regime may not be the only cause, however. An alternative explanation is that the recent divergence in economic performance between Canada and the United States may have encouraged market participants to focus more on Canadian economic conditions. Recent differences in the economic growth and inflation profiles between Canada and the United States have underscored the importance of focusing on the "made in Canada" factors along with international developments affecting the broad stance of monetary policy. For example, with financial markets paying more attention to Canadian data, the decision to raise rates in the first half of 2002, while the Fed was still in an easing mode, did not come as a surprise.

In terms of media reaction, the enhanced focus on the Canadian economy appears to have been largely successful in the periods immediately preceding and following each fixed announcement date. There is extensive media commentary in anticipation of the Bank's decision, including regular polling of private sector economists by a number of wire services, and post-FAD analysis by media, markets, and international observers. This coverage has raised the profile of Canadian monetary policy and has contributed to greater awareness of Canadian economic issues.

4. At the 1 per cent level, no coefficient associated with Canadian announcements is significantly different from zero.

5. The Institute for Supply Management (ISM) index, formerly the National Association for Purchasing Management (NAPM), is based on a national survey of manufacturing activity.

6. The regressions have been re-estimated with data up to February 2003. In the regression using BAX as the dependent variable, these two variables are significant at the 1 per cent level. When the dependent variable is the two-year interest rate, only Canadian retail sales and U.S. industrial production are statistically significant.

Canadian macroeconomic data now have a significant impact on both BAX and two-year interest rates.

Regular analysis of media coverage undertaken by the Bank suggests that, by and large, the key monetary policy messages are being captured and communicated to financial market participants and through the media to the general public. It is also clear that the media now draw a distinction between Canadian and U.S. economic conditions. For example, writing in the *The Globe and Mail*, Bruce Little (2002) noted that "our economy has followed a different path than that of the United States. There, Fed chairman Alan Greenspan has sounded enough cautionary notes that some analysts think he won't begin raising rates until as late as August, by which time the Bank of Canada will probably have notched up another two increases." He went on to note that "what happens in the U.S. affects Canada, but Canada's economy is not a clone of the U.S. economy."

In a similar vein, Joel Baglole of *The Wall Street Journal* (2002) wrote, "Mr. Dodge has steered an independent course from the U.S. Federal Reserve, blunting arguments by skeptics who say the central bank has little leeway to tailor interest rates to Canada's economic needs."

Emphasizing the Medium-Term Perspective

The third objective was to increase the emphasis on the forward-looking nature of monetary policy. It was hoped that this would increase awareness among the general public and financial market participants that it takes a period of 18 to 24 months for monetary policy actions to have their full impact on the economy and inflation. The system of fixed announcement dates has helped to reinforce this medium-term perspective by providing a regular opportunity for the Bank to relate recent economic and financial developments to the underlying trends over a longer period.

Although there has been some success in this regard, this objective still poses a significant challenge, as both the markets and the media are typically focused on the immediate future. Evidence of some movement towards a longer-term perspective was provided by *The Globe and Mail*'s Bruce Little (2002), who wrote,

"Timely means moving soon enough to prevent inflation from breaching the Bank's 2 per cent target. Because it takes five to seven quarters for rate changes to affect inflation, and since the Bank figures inflation will be at 2 per cent at the end of next year, the Bank has to begin moving its rate now, regardless of what the U.S. Federal Reserve Board has in mind."

While the Bank makes every effort to be flexible in its communications, an inherent tension remains between the short-term perspective of the media and the financial markets and the longer-term objective of monetary policy.

This nascent recognition of a medium-term perspective is promising, though far from widespread to date. While the Bank makes every effort to be flexible in its communications, an inherent tension remains between the short-term perspective of the media and the financial markets and the longer-term objective of monetary policy. The Bank's continuing communication challenge is to keep emphasizing the medium-term horizon of 18 to 24 months since, for the media, market watchers, and market participants, a week or a month may be a very long time.

Enhanced Transparency, Accountability, and Dialogue with the Public

The fourth objective concerned the communication of monetary policy. The growing role of communication in monetary policy since the adoption of inflation targets in 1991 reflects a fundamental change in the way that monetary policy is approached and conducted. This change is based on the recognition that transparency and more open communication can help to explain to Canadians why and how the Bank makes its decisions, making monetary policy more understandable to the public, and hence more credible.

One method for improving the conduct of Canadian monetary policy has been to increase transparency in Bank communication, by providing the public with more frequent and regular accounts of the Bank's

views on the Canadian economy. The move to the fixed announcement dates has indeed created new occasions to communicate by enabling the Bank's communication strategy to be built on a year-round program of planned events.

This has helped in a number of ways.

Regular and consistent communication helps to put the Bank and financial markets on the same wavelength with respect to the broad direction of monetary policy. If the Bank does a good job of communicating its outlook and the key risks in the period ahead, there tends to be less volatility in financial markets and a smoother, more rapid incorporation of any shifts in policy into interest rates and exchange rates (Jenkins 2001). Parent (2002–2003) found some empirical evidence that fixed announcement dates have improved the predictability of Bank of Canada decisions. Before the adoption of fixed dates, changes in the target for the overnight rate had a significant impact on BAX and on two-year interest rates, indicating that monetary policy decisions represented a surprise in terms of timing and also a change in longer-term expectations for monetary policy. The opposite result was evident after the implementation of the new system, signaling that market participants' ability to predict monetary policy measures had improved and indicating that the higher level of transparency helps the Bank and financial markets to share a common view with respect to the general direction of interest rates.

While the Bank firmly believes that monetary policy works better when everyone understands its broad thrust, this does not mean that market views will always coincide with those of the Bank. For example, the Bank's decision to hold interest rates unchanged on 4 September 2002 seemed to catch market watchers by surprise, leading to some confusion as to what transparency actually meant. For some commentators, it appeared to mean "conditioning," or fine-tuning markets, which the Bank has been careful to say it does not do.

As Governor Dodge said in a speech delivered in Winnipeg in January 2002, "With our press releases, periodic reports, and speeches, we try to explain our thinking. In doing so, we hope to help Canadians, including those in the financial markets, anticipate the *general* direction of monetary policy." Deputy Governor Sheryl Kennedy, speaking to the Financial Markets Association of Canada in November 2002, elaborated on this point, "We do not try to fine-tune market expectations about our interest rate decisions just before we take them.We cannot send a signal in advance, because we just don t know ahead of time what the decision will be."[7] In August 2003, Ms. Kennedy told a group of economists that, "It's up to others, including markets, to form their own views about the *precise future path* of interest rates. We do not try to fine-tune market expectations or to provide guidance as to what our near-term interest rate decisions will be for any specific announcements" (Kennedy 2002, 2003).

Despite some confusion over what constitutes transparency, the fixed-date process, with its regular and consistent communications, has worked to improve public understanding of what the Bank is trying to do, thereby increasing the chances of achieving the inflation target with as little economic disruption as possible. If market participants and members of the public believe that action will be taken to ensure that inflation remains close to the 2 per cent target, they are more likely to make economic decisions based on that expectation. The net effect is a more stable macroeconomic environment.

A consistent communication process also reinforces the Bank's accountability and hence its credibility. As a public institution with a high degree of autonomy for the conduct of monetary policy, the Bank has an obligation to let Canadians know how well it is doing its job. A specific agreed-upon inflation target provides a clear basis for measuring performance. Full accountability requires that the Bank provide the public with the information it needs to understand its policy objectives, the factors it takes into account in making decisions, and its progress in meeting the objectives.

Fixed announcement dates have given the Bank a regular opportunity to bring Canadians up to date on its views about the economy. On every fixed announcement date, the Bank issues a press release explaining its decision. These releases work with the *Monetary Policy Report (MPR)*, the *Updates* to the *MPR*, and speeches by senior bank officials in which the Bank presents its analysis and explains its actions to help Canadians, including those in financial markets, anticipate the general direction of monetary policy.

7. As discussed in Macklem (2002), the Governing Council receives most of the information relevant to the medium-term outlook for the economy and inflation in the two weeks preceding each announcement date. Policy decisions are based on this analysis, which only comes together just before the announcement is made. Given this decision-making process, it is not possible to condition market expectations in advance.

In the process of making the messages more transparent, the medium itself has also changed. Since fixed dates were introduced, the press releases have evolved, becoming more focused and generally shorter, providing a brief explanation for the interest rate decision. For a more complete analysis, the public is typically referred to the *MPR* and the *MPR Update*. The interval between the announcement and publication of the *MPR* has also been shortened, to ensure the timeliness of the communication of the analysis.

The fixed announcement dates have provided the basis for more regular commentary by analysts and the media, and for expanded public outreach.

In addition to enhancing transparency and helping the public to better understand the Bank's actions, the fixed announcement dates and documents related to them have provided the basis for more regular commentary by analysts and the media, and for expanded public outreach. They have also helped to bring about something of a two-way dialogue with key audiences and commentators. For example, in September 2003, the C.D. Howe Institute established a Monetary Policy Council. Made up of 12 of Canada's most prominent monetary and financial market economists, the Council's goal is to provide the Bank of Canada, financial market participants, and economic analysts with an independent assessment of the appropriate stance of Canadian monetary policy. To this end, it issues a bulletin shortly before each fixed date, announcing each Council member's view of the target for the overnight rate along with a summary council judgment of the individual votes.

Since the Bank did not conduct a systematic media analysis before fixed announcement dates were adopted, it is not possible to do an exact before-and-after comparison of media coverage. Over the last two years, however, coverage has more than doubled in some instances. There has also been more in-depth media analysis of the reasons behind the decision-making process, reflecting a better understanding of the Bank's thinking on monetary policy. A brief sampling of media reaction demonstrates how the approach is working.

"For most of the past decade, the Bank has been striving for greater transparency in its operations. When financial markets understand how the Bank is thinking and how it views the unfolding drama of economic activity, so the reasoning goes, they will operate more smoothly and intelligently. If that's the goal, the Bank may have reached transparency nirvana" (Little 2002).

In the *Financial Post* on 18 March 2002, Jacqueline Thorpe wrote, "Mr. Dodge has embraced the 'transparency' craze that has swept the world's central banks. . . . (he) became the first central bank governor to admit that interest rates might have to go up by summer as the economy rebounds from its slump" (Thorpe 2002).

Such transparency has not come without costs. Markets and the media now pay close attention to every word in the Bank's statements, sometimes resulting in confusion. For example, in June 2002, the press release did not mention "upside and downside risks," while the July press release and the *MPR Update* did. This led some analysts to wonder whether there was a message that the Bank was trying to convey by this. Similarly, in its announcement of the April 2003 decision to raise its policy rate, the Bank dropped the phrase "further reduction in monetary stimulus will be necessary," reducing the emphasis on the need for further tightening in the near term. When the phrase reappeared in the *MPR* a week later, the added qualifier "over time" went largely unnoticed, leading to further confusion among observers as to what the Bank was telling them. From examples such as these, it is probably safe to conclude that, while the media and markets are better informed and more aware of the Bank's monetary policy framework, there are also the risks of occasional confusion about the Bank's key messages. In general, however, it seems that the fixed-date approach has helped the Bank to increase public understanding of its thinking and its views.

Despite best efforts, transparency and clarity will continue to pose challenges for the Bank and, indeed, for all central banks.

Of course, despite best efforts, transparency and clarity will continue to pose challenges for the Bank and, indeed, for all central banks. The Bank will continue to work to ensure that all stakeholders share a clear and common understanding of its language and concepts. This means repeating the length of the timeframe (the medium-term perspective of 18 to 24 months), the forward-looking orientation of monetary policy, and the conditional nature of its statements (Vayid 2002).

Ancillary Benefits

The fixed-date approach has also brought improvements to internal Bank of Canada processes supporting monetary policy decision-making and communication.[8] It has improved the development and presentation of all the information and analysis pertinent to the decision-making process. Before the introduction of fixed announcement dates, staff prepared quarterly projections, as well as risk and alternative policy scenarios following the release of the National Accounts data by Statistics Canada. In addition, roughly midway between the complete projections, staff provided an assessment of the near-term outlook, based on data received over the intervening period, and assessed the implications for the stance of monetary policy. However, because monetary policy decisions could be made on any business day, the timing of the policy rate decision was largely influenced by tactical considerations and the decision did not always benefit from a detailed economic analysis. Fixed announcement dates have eliminated these gaps by enabling a more systematic, timely, and broader set of analytic perspectives through the major briefings, the risk analyses, and policy scenarios and through the final briefing and recommendations meeting that take place in the two weeks leading to the decision date. Similarly, the regular schedule of meetings has served to further integrate communications with the monetary policy process. The knowledge that communications will occur on certain days has encouraged more focused effort towards developing the Bank's messages.

Conclusion

The Bank's efforts to explain the background of its decisions are part of an ongoing process of improvement in the conduct and delivery of monetary policy. The system of fixed announcement dates plays a vital and strategic role in helping the Bank progress towards this goal. Empirical evidence confirms that fixed announcement dates provide important benefits. First, by reducing uncertainty for the public and financial markets as to the timing of announcements, fixed announcement dates allow them to plan more efficiently and to integrate changes more smoothly. Second, fixed announcement dates emphasize that economic conditions in Canada are the primary focus of Canadian monetary policy.

The new system also provides the Bank with a regular opportunity to position recent economic and financial developments in a medium-term perspective. Finally, the fixed dates have improved the overall effectiveness of monetary policy in Canada through greater transparency.

8. See Macklem (2002) for a description of the decision-making process.

Literature Cited

Aba, S. 2001. "Don't Mess with Mr. In-Between: Why the Bank of Canada Should Stick to Fixed Announcement Dates." *Backgrounder*. C.D. Howe Institute (1 October).

Baglole, J. 2002. "Canada's Bank Governor Wins Praise." *The Wall Street Journal*, 3 July.

Dodge, D. 2002. "Challenges and Changes in an Eventful Year." Speech to the Canadian Club of Winnipeg. Available at <http://www.bankofcanada.ca>.

Financial Post. 1997a. Editorial, 27 September, p. 3.

———. 1997b. Editorial, 20 November, p. 34.

Jenkins, P. 2001. "Communicating Canadian Monetary Policy: Towards Greater Transparency." Speech to the Ottawa Economics Association. *Bank of Canada Review* (Summer): 45–50.

Johnson, G. 2003. "Measuring Interest Rate Expectations in Canada." *Bank of Canada Review* (Summer): 17–27.

Kennedy, S. 2002. "The Interaction of Financial Markets and Monetary Policy." Speech to the Financial Markets Association of Canada, Toronto, Ontario, 4 November.

———. 2003. "Monetary Policy during Economic Shocks: Lessons Learned." Speech to the Canadian Association for Business Economics, Kingston, Ontario, 26 August.

Little, B. 2002. "Central Bank s Rate Plans Reach Transparency." *The Globe and Mail*, 25 April.

Macklem, T. 2002. "Information and Analysis for Monetary Policy: Coming to a Decision." *Bank of Canada Review* (Summer): 11–18.

Parent, N. 2002–2003. "Transparency and the Response of Interest Rates to the Publication of Macroeconomic Data." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–34.

Thiessen, G. 2000. "The Outlook for the Canadian Economy and the Conduct of Monetary Policy." *Bank of Canada Review* (Autumn): 43–47.

Thorpe, J. 2002. "David Dodge, the Outsider: Central Banker Wins Raves for Straight Talk." *Financial Post*, 18 March.

Vayid, I. 2002. "Dealing with the Media: Getting the Message Across." Presentation made to the international central bank communications conference held at the Bank of Canada, 7–9 October.

Recent Labour Market Developments in Canada

Richard Dion and Bill Laur, Research Department

- *In 2002 and early 2003, both employment and labour force participation increased at an unusually rapid pace compared to domestic economic activity.*
- *Around mid-2003, employment growth came to an abrupt halt in concert with a substantially slower pace of economic activity. This pause is expected to be transitory, since an anticipated pickup in output growth should stimulate employment. However, given the strength in employment relative to economic activity in the past year and a half, employment growth may initially be moderate relative to output gains.*
- *Employment has adjusted to significant monetary stimulus and fiscal expansion, as well as to an uneven economic recovery in the United States. Facing a rapidly increasing supply of workers interested in part-time jobs and possibly reacting to uncertainty about short-term growth prospects, firms relied on part-time work to an unusual degree. This shift in the composition of employment contributed to a reduction in the length of the average workweek in 2002. As a result, labour input progressed at a rate that was markedly slower than for employment and more in line with its historical relationship to output growth.*
- *Much of the rise in labour force participation since late 2001 reflects a faster rate of increase in the participation rate of the 55 and older age group. The increased supply of labour helped to moderate overall wage growth.*

Canada's labour market recorded a very different performance between the first and second halves of the 1990s. Slow employment growth and declining labour force participation rates prevailed in the first half of the decade, along with weak output growth and industrial restructuring. It was only well into the second half of the 1990s that robust employment growth was sustained in a context of vigorous output gains and a resumption of public sector hiring. By the late 1990s, strong employment growth was accompanied by a marked rebound in labour force participation, and, by 2000, the unemployment rate had declined to its lowest level in over 20 years. Then, the economy slowed markedly, owing mainly to the recession in the United States. As a result, employment growth stalled, and the unemployment rate began to increase.

The slowdown was brief, however, as 2002 saw a return to more vigorous output growth and a resumption of the exceptional rates of increase in both employment and in labour force participation. In fact, while employment growth decelerated markedly during the first half of 2003, owing to a substantially slower pace of economic activity, the cumulative increases in employment and participation since the end of 2001 have been unusually large compared with the output gains.

In this article, we focus on developments in the Canadian labour market over the past year and a half.[1] We begin by highlighting the role of Canadian monetary and fiscal policies, U.S. economic growth, and sectoral shocks in the evolution of output and employment. We go on to explain why gains in employment have been unusually large, relative to output growth,

1. The article is based on data up to August 2003. The end of the reference period for all quarterly calculations is June 2003, unless stated otherwise.

compared to gains in total hours worked. We then discuss what drove up the participation rate over the period. Finally, we examine how the unemployment rate has adjusted as a result of these developments in demand and supply. We conclude with some comments on potential implications for the short term.

Main Sources of Employment Growth

In the 18 months leading up to mid-2003, the Canadian economy generated over 600,000 new jobs. The ratio of employment to the working-age population rose to a peak of 62.4 per cent in the first quarter of 2003. These employment gains resulted from a strong expansion in domestic demand, which was supported by monetary and fiscal stimulus. As well, an uneven U.S. recovery first stimulated and then depressed employment in export-related industries.

These employment gains resulted from a strong expansion in domestic demand, which was supported by monetary and fiscal stimulus.

Low interest rates in 2002 stimulated demand for housing and consumer durables, creating demand for labour in construction, real estate, and segments of retail and wholesale trade, as well as manufacturing of building materials and home furnishings. Employment in ancillary services such as architectural and engineering services also increased at a robust pace, given new housing developments and the need to provide supporting infrastructure.

Canadian fiscal policy was more expansionary in 2001 and 2002, as indicated by the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) measure of the general government primary surplus.[2] Increases in the fiscal stimulus stemmed from various initiatives, including a reduction in personal income taxes and increased spending on health care, education, and security. Income tax reductions supported household spending, and hence employment gains in consumer-related industries, while the higher expenditures on health and education translated into substantial increases in employment in those areas of the public sector. Moreover, employment in public administration advanced at a more rapid pace than in earlier periods, likely reflecting in part increased hiring to enhance security. All in all, the direct effects of increased government spending may have accounted for more than one-third of the rise in total employment over the period 1Q02 to 2Q03.[3]

Following a relatively mild recession in 2001, the U.S. economy began a rather uneven recovery that was buffeted by a series of shocks, including the 11 September attacks, corporate accounting scandals, sharp movements in stock prices, higher oil prices, and increased geopolitical uncertainty related to the war in Iraq. Not surprisingly, Canadian export volumes also experienced a choppy recovery in 2002 before dropping again around year-end. As a result, employment in the manufacturing and transportation industries started falling in 4Q02 following substantial gains over the previous three quarters. In the manufacturing sector, employment in the transportation equipment, computers and electronic equipment, chemicals, and textiles industries experienced significant declines. In contrast, employment in the wood industry grew at a very strong pace, supported by buoyant residential construction in both the United States and Canada.

Employment growth came to an abrupt halt around mid-2003 as sectoral shocks and the slow U.S. recovery depressed economic activity. For example, concerns over severe acute respiratory syndrome (SARS) have reduced travel spending and led to cuts in employment in the accommodation and food services industry. As well, reduced activity in the animal-slaughtering sector as a result of the single case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) in Canada caused layoffs in this industry. More generally, the decline in economic activity in the second quarter of 2003, which was concentrated in the goods-producing sector and was affected by a fall in U.S. industrial production, gave rise to marked declines in employment in manufacturing and transportation services. Total employment edged down in both July and August as a result of job losses in the services sector. Growth should nevertheless

2. OECD (2003) estimates of the cyclically-adjusted primary surplus for Canada fell from 5.5 per cent of potential output in 2000 to 4.6 per cent in 2001 and 3.2 per cent in 2002.

3. Employment in the education, health and social assistance, and public administration sectors rose by 226,000.

resume as the external environment improves and the domestic economy strengthens.

Why Employment Has Been Strong Relative to Output

Employment progressed at an annualized average quarterly rate of 2.7 per cent, the same pace as GDP, in the year and a half leading up to mid-2003. This development is unusual by historical standards, since output typically outpaces employment (Chart 1).[4] A key factor explaining the strength of employment relative to output is the composition of the employment gains. While employment in both the full-time and part-time categories experienced a vigorous expansion, a salient feature of the recent period is the unusually large contribution from part-time work.[5] In fact, part-time employment accounted for 33 per cent of the total increase in employment from 1Q02 to 2Q03, which was nearly twice the share of part-time jobs in total employment at the end of 2001 (Table 1). The increased proportion of part-time employment resulted in more workers than usual being required to accommodate output growth, since on average each worker worked less hours per week. Indeed, there was a significant decrease in the length of the average workweek during 2002. As a result of this decrease, total hours worked (labour input) progressed at a markedly slower rate than employment and more in line with its historical relationship to output growth.

Table 1

Proportion of Employment Growth by Age and Type of Work

Per cent

Category	Annualized average quarterly growth 1Q02 to 2Q03	Share of employment change 1Q02 to 2Q03	Share of total employment 4Q01
Total employment	2.7		
Full-time	2.0	67.0	82.0
Part-time	5.0	33.0	18.0
Total young workers			
(ages 15-24)	3.0	17.0	15.0
Full-time*	2.0	7.0	8.0
Part-time*	4.0	11.0	7.0
Total prime age workers			
(ages 25-54)	1.0	33.0	74.0
Full-time*	1.0	27.0	65.0
Part-time*	2.0	7.0	9.0
Total older workers			
(ages 55+)	12.0	50.0	11.0
Full-time*	11.0	35.0	9.0
Part-time*	16.0	14.0	2.0

* May not sum exactly because of independent seasonal adjustment
Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

Chart 1

Growth in Real GDP and Employment

Quarterly at annual rates

Source: *Labour Force Survey* and *National Income and Expenditure Accounts*, Statistics Canada

The increased proportion of part-time employment resulted in more workers than usual being required to accommodate output growth, since on average each worker worked less hours per week.

The substitution towards part-time employment occurred not only in the service industries, such as accommodation and food services, where this form of work usually predominates, but also in industries in which part-time employment is traditionally small, such as manufacturing; transportation; and finance, insurance, real estate, and leasing (FIREL). Moreover, the increase in part-time employment was concentrated in permanent, rather than seasonal, term, or casual jobs.

4. From 2Q76 to 4Q01, employment and output grew an annualized average quarterly rate of 1.7 and 2.9 per cent, respectively.

5. Part-time employment is defined as less than 30 hours at main job.

To a large extent, the strong gains in part-time employment reflected voluntary choices by workers. Indeed, an unusually high percentage of the increase in part-time employment came from workers aged 55 and over, and more than 80 per cent of these workers prefer part-time work to full-time work (Table 1).[6]

At the same time, firms may have been motivated to hire part-time employees because of increased uncertainty over the short-term prospects for aggregate demand conditions caused by the series of shocks that hit the U.S. economy. The possible impact of uncertainty on firms' hiring decisions is underscored by the much faster rise in part-time employment than full-time in the United States from 1Q02 to 2Q03, based on *Current Population Survey* data. Firms can increase their labour input by increasing full-time or part-time employment or by increasing hours of existing workers. Uncertainty may have motivated firms to use part-time work because of the possibly lower fixed costs of doing so compared to full-time work. As the economic recovery takes hold and uncertainty is reduced, the proportion of full-time employment should increase, which could result in slower employment growth than in the recent period.

Another factor favourable to the strong growth of employment was the moderate pace of wage increases, which provided an incentive for firms to use labour to accommodate output growth. In the 18 months before mid-2003, compensation per hour in the business sector increased at an annualized average quarterly rate of 2.1 per cent. This subdued progression partly stemmed from a sharp rise in the labour force participation rate that had the effect of boosting labour supply, thereby stemming potential pressures on wages arising from continuing demand for labour.

Labour Supply

After falling more or less continuously over the early 1990s, the labour force participation rate began a recovery in 1996 that accelerated markedly after 2001, propelling the participation rate to a new all-time high in 2Q03 (Chart 2). To a large extent, this profile reflects that of the 55 and older age group (Table 2), which accounted for over 80 per cent of the 1.4 percentage point increase in the aggregate participation rate over the 1Q02 to 2Q03 period. Increases in the participation

Chart 2

Total Participation Rate

Per cent

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

rates and employment ratios of the young age group (15–24) have also been noteworthy since the late 1990s, but on balance did not get much stronger in the past 18 months.[7] As for the prime age groups (25–54), their participation rates have been on a steady course since the mid-1990s: rather flat in the case of men and rising in the case of women (Chart 3).

Table 2

Contribution to Aggregate Participation Rates

Age group	Participation rate (per cent)			Contribution to participation rate change (percentage points)	
	4Q96	4Q01	2Q03	1Q97 to 4Q01	1Q02 to 2Q03
Males					
15–19	48.1	52.7	54.4	0.12	0.04
20–24	79.1	79.1	81.3	(0.05)	0.09
25–54	90.7	91.2	91.7	(0.25)	(0.18)
55+	32.2	34.3	38.0	0.49	0.61
Females					
15–19	46.8	52.5	54.8	0.17	0.06
20–24	73.1	74.5	77.0	0.01	0.11
25–54	76.3	79.1	80.6	0.36	0.15
55+	16.5	19.8	23.0	0.59	0.56
Total participation rate	64.6	66.0	67.5	1.4	1.4

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

6. Reasons for the increase in labour supply from the 55 and over age group are discussed later in the article.

7. Employment ratio is defined as employment divided by working-age population.

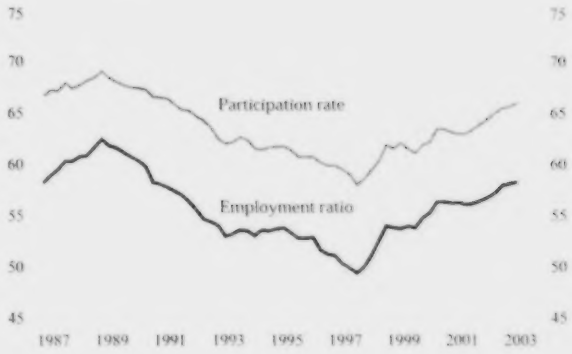
Chart 3

Participation Rates and Employment Ratios

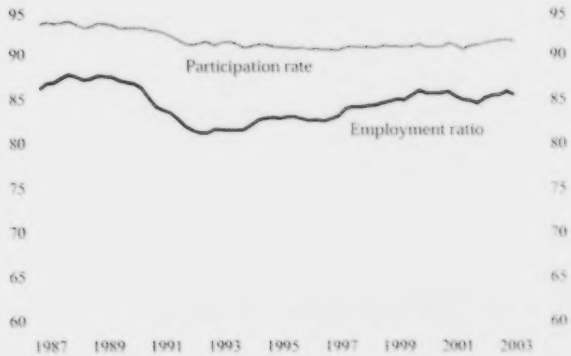
Percent

Males 15 to 24

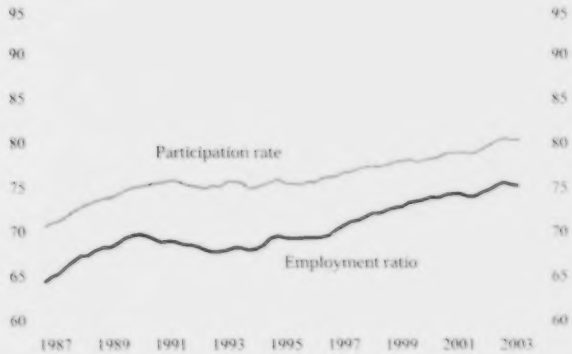
Females 15 to 24



Males 25 to 54



Females 25 to 54



Males 55+

Females 55+

* This seasonally adjusted series ends in 4Q02.

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada and *Current Population Survey*, U.S. Bureau of Labor Statistics

The 55 and older age group accounted for over 80 per cent of the 1.4 percentage point increase in the aggregate participation rate.

Participation rates differ considerably by age and gender and are influenced by a wide range of factors. Among them are employment conditions as related to cyclical movements in labour demand, which have the greatest impact on the young population, and two structural factors: changes in personal wealth and cohort effects, or the tendency of newer cohorts to have higher participation rates than earlier cohorts as a result of better education, the cumulative effects of socio-economic changes, and other factors.[8] Cohort effects have influenced the participation rates of women most.

Since 1996, the rise in the participation rate of the 55 and over group appears to have largely reflected a strong cohort effect likely arising from higher education levels and greater skill diversity. In addition, improved employment conditions probably played some role in the recovery of this group's participation rate, as evidenced by a marked decline in the number of discouraged workers and those awaiting recall among the 55 and over group. As well, industrial restructuring and the associated skill mismatch, which likely contributed to depressing the participation rate of the men 55 and over in the early 1990s, was in all likelihood no longer a significant factor in the late 1990s.[9] Changes in personal wealth may also have influenced the participation of the 55 and over age group, but not in the same direction all the time.[10] For example, this group increased their wealth over the 1990s, owing mainly to increases in the value of their holdings of equity and RRSPs, and this may have slowed the rise of their participation rate over the period 1996–2001. In contrast, the fall in personal wealth relative to GDP in 2001 and 2002, owing mainly to the sharp correction in equity prices and a large decline in real personal interest and dividend income may have prompted more re-entry into the labour market.[11] Thus, a wealth/income effect may have first mitigated, and more recently, accentuated the combined influence of a significant cohort effect and a cyclical strengthening in labour demand.

Although it is difficult to determine precisely the respective contributions of cyclical and structural factors to the increased participation of the 55 and over age group, there is a strong presumption that its rise is largely structural. The experience of the United States is instructive in this regard. It shows a similar upturn in the participation rate of the 55 and over age group since around the mid-1990s, even as employment growth has been much poorer than in Canada (Chart 3). This suggests that common structural factors have played a predominant role in both countries.

The substantial recovery of the participation rate in the 15–24 age group since the late 1990s largely reflects a response to a marked improvement in labour market conditions. This was signalled by a strong pickup in the ratio of employment to population for youth, from a trough of 52 per cent in 1997 to 58 per cent in the first half of 2003 (Chart 3). The increase in participation was sharpest for the 15–19 group, which reacts more to cyclical changes in labour demand than the 20–24 age group. As well, the school attendance rate of the 15–24 age group, which had increased by 3.5 points between 1991 and 1996, declined from 65 per cent to 63 per cent between 1996 and 2001, modestly contributing to the rebound in the participation rate.

Taking into account that the increases in the participation rates of both the 55 and over age groups and the female 25–54 age group appear to have been mostly structural since 1996, the rise in the aggregate participation rate would be mostly structural as well.

The Unemployment Rate

The balance between labour demand and labour supply is reflected in the unemployment rate, which fell throughout the latter half of the 1990s almost until the

8. For a discussion on participation rate trends and shifts, see Ip (1998).

9. For a detailed discussion of survey results on firm restructuring, see Kwan (2000).

10. Paquet, Sargent, and James (2000) show that wealth is one determinant of employment rates. We assume that the wealth effect is relevant to participation rates as well.

11. One would expect that the trend towards increasing reliance on defined contribution pension plans relative to defined benefit plans is likely to result in the future in more sensitivity of the participation rates of the older cohorts to movements in financial asset prices. As at 1 January 2000, defined contribution plans accounted for 14 per cent of the total members of pension plans in Canada compared to about 10 per cent four years earlier. See Canada (2000).

onset of the U.S. recession early in 2001. The unemployment rate then rose temporarily before falling again in 2002. Despite big gains in employment in that year there was only a moderate decline in the unemployment rate, owing to the substantial increase in labour force participation. As labour demand softened into the first half of 2003, unemployment moved to a level close to the trough recorded in the late 1980s (Chart 4). This evolution was fairly uniform across age and gender groups.

The trend decline in the unemployment rate since the early 1990s has been associated with a rapid reduction in the rate of long-term unemployment and a related shortening in the average duration of unemployment spells, to about 16 weeks in 2002 from nearly 26 weeks in 1994 (Chart 5). This trend decline in unemployment may be related in part to some structural factors. The first would be the cumulative effects of earlier tightening of the Employment Insurance (EI) provisions.[12] The ratio of the regular beneficiaries of EI to the unemployed has hovered around 45 per cent since 1997 after a sharp fall earlier in the decade.[13] The second

Chart 4

Unemployment Rate

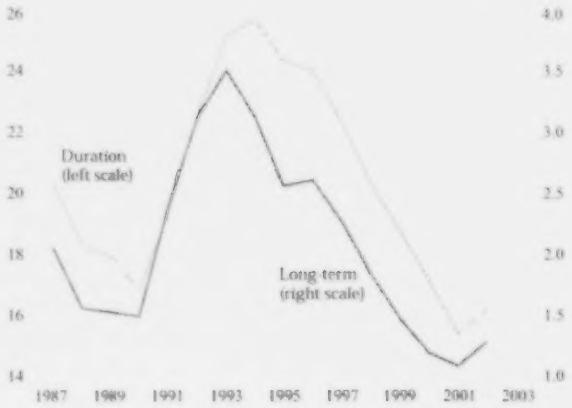
Per cent

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

Chart 5

Average Unemployment Duration and Long-Term Unemployment Rate*

Weeks Per cent



* Long-term unemployment rate = persons unemployed 27 weeks or more divided by the labour force

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

factor would be the diminishing effect of industrial restructuring. The rate of long-term unemployment in Canada has a pronounced cyclical component, but its very high level in the first half of the 1990s may have also reflected an unusually large degree of skill mismatch arising from extensive industrial restructuring. Finally, increased access to the Internet may have improved the matching of jobs to workers, as was suggested for the United States by Katz and Krueger (1999). While probably still of minor importance, this factor is likely to play a greater role in the future.

The trend decline in the unemployment rate since the early 1990s has been associated with a rapid reduction in the rate of long-term unemployment and a related shortening in the average duration of unemployment spells.

The movements in the unemployment rate during 2001 and 2002 have been more pronounced for men

12. For instance, amendments were introduced in November 1990, April 1993, July 1994, and July 1996.

13. Regular benefits exclude those resulting from maternity or parental leave and other special programs.

Chart 6

Male and Female Unemployment Rates

Percent

Source: *Labour Force Survey*, Statistics Canada

than for women (Chart 6). The recession and uneven recovery in the United States more directly affected jobs in the manufacturing, primary, and transportation industries, which are very largely held by men, than jobs in the services industries, where female employment tends to be concentrated. In fact, the greater pro-cyclical behaviour of output in the goods-producing industries largely explains why the unemployment rate for men shows larger variations than the rate for women over a business cycle. Over the past two and a half years, the unemployment rate rose less for women than for men on balance, even as the female labour force increased relatively more rapidly. Contributing to this is the fact that women benefitted more than men from the strong pace of job creation in the health care, social services, and education sectors.[14]

Conclusion

Canada's labour market has experienced strong increases in labour force participation and employment since the end of 2001. The increase in labour force participation came largely from the 55 and over age group, reflecting cohort effects, improved labour market conditions, and wealth effects, although more evidence is needed for a definitive judgment on the latter. An unusually high proportion—one-third—of the recent employment growth came from part-time work, reflecting both the preference of the 55 and over group for this form of work and the readiness of firms to use it in a climate of heightened uncertainty about aggregate demand prospects. The substantial rise in part-time employment in turn meant that more workers than usual were required to accommodate output growth. Thus, the increased participation of the 55 and over age group and their preference for part-time work help to explain the relatively vigorous growth in total employment relative to total hours worked and output.

Going forward, cohort effects will support further increases in the participation of both the 55 and over age group and prime-age women. In the near term, as the economy rebounds and uncertainty is reduced, the cyclical component of the growth in part-time employment should diminish and that of full-time employment increase. This should result in more moderate employment growth in relation to output than has been observed in recent years. In addition, there may well be a cyclical rebound in labour productivity, inasmuch as total hours worked may increase slowly during the initial recovery in output growth.

14. In 2002, women held 82 per cent of the positions in the health and social assistance sector and 65 per cent of the jobs in the education sector. During 2002, 21,000 adult women were hired as nurses, and another 21,000 as teachers. See Bowlby (2003).

Literature Cited

Bowlby, G. 2003. "2002: A Good Year in the Labour Market." *Perspectives on Labour and Income* 15(1): 9–15. Statistics Canada Catalogue No. 75-001-XPE.

Canada. Statistics Canada. 2000. "Pension Plans in Canada." Catalogue No. 74-401-XIB.

Ip, I. 1998. "Labour Force Participation in Canada: Trends and Shifts." *Bank of Canada Review* (Summer): 29–52.

Katz, L. and A. Krueger. 1999. "The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s." *Brookings Papers on Economic Activity* 1999 (1): 1–65.

Kwan, C. 2000. "Restructuring in the Canadian Economy: A Survey of Firms." *Bank of Canada Review* (Summer): 15–24.

Organisation for Economic Co-operation and Development. 2003. *OECD Economic Outlook* No. 73. "Table 31: Cyclically-Adjusted General Government Primary Balances." Available at <http://www.oecd.org/dataoecd/5/51/2483816.xls>.

Paquet, M.-F., T. C. Sargent, and S. James. 2000. "Forecasting Employment Rates: A Cohort Approach." Department of Finance Working Paper No. 2000-06.

Developments, Issues, and Initiatives in Retail Payments

*Sean O'Connor, Department of Monetary and Financial Analysis**

- *In Canada, retail payments involve various payment instruments and interrelated systems operated by the Canadian Payments Association, the Interac Association, and new Internet payment providers. The efficient, secure, and reliable operation of these retail payment systems is critical to productive commercial activities and well-functioning markets for retail financial services.*
- *Recent structural changes within the broad retail payment system largely reflect the emergence of user-friendly information technologies and substantial changes in financial sector policy aimed at enhancing competition in financial services. The principal results have been growth in the volume and types of electronic payments and increased participation by diverse groups of financial and non-financial institutions as providers of retail payment services.*
- *These innovations are challenging existing public and private sector policies governing retail payments, including the market arrangements for services; customer risks and costs for settling large-value retail payments; the security of payment information and the efficiency with which it is transmitted; and the effects of differing regulatory regimes on competition among providers of retail payment services.*

* This article has benefited greatly from the comments of Doug Kreviazuk at the Canadian Payments Association and colleagues at the Bank of Canada.

Even though Canadians use the retail payment system every day in their various transactions, general information about its role, and about the issues affecting it, is limited. Broadly defined, a payment system has many components. Among these are payment instruments, such as cash, cheques, and credit cards; information technologies used to communicate and process payment information for the transacting parties and their financial institutions; and funds-transfer processes that are involved in the transfer of Bank of Canada funds between the financial institutions that hold the transacting parties' payment accounts. There are a variety of institutions, each specializing in different services, required to initiate and settle a payment obligation. As for "retail" payments, there is no simple definition. They refer generally to obligations arising from retail commercial and financial transactions between individuals and businesses as transfers between them and governments. Not all individual retail payments are for small amounts, but compared to the large-value payments related to financial transactions between institutions, they have a much smaller average value and much greater daily volumes. They also involve a much broader range of payment instruments and transaction systems (CPSS 1999).

While everyone has some knowledge of various retail payment instruments, few have as much information about the infrastructure designed to process these payment instruments and transfer the funds. Yet it is the efficient and reliable operation of these infrastructure systems that is really the engine for the retail payment system.

The purpose of this article is to discuss some of the emerging issues and challenges for the Canadian public

and private sectors with regard to the infrastructure for retail payment systems. The article briefly describes the organization of non-cash systems for retail payments and the structure and conduct of markets for their infrastructure services in Canada. It identifies the significant developments in the sector in recent years and discusses some of the emerging issues and initiatives. For readers unfamiliar with payment systems, a glossary of key terms is appended.

The Organization of Retail Payment Systems

Despite some national and international differences among specific retail payment systems, most have a similar organizational structure (see below). Typically, they include three types of integrated systems: transaction systems, clearing systems, and settlement systems (CPSS 2000).

Chart 1 illustrates the organization of a retail payment system and the routing of the flow of payment information and funds through its transaction, clearing, and settlement systems.

The clearing process for retail payments may be highly integrated with transaction systems where such systems are highly centralized and standardized for participating financial institutions as, for example, with credit cards. This limits the amount of internal processing required of the paying and receiving institutions. The transaction system and the payment-clearing system for card payments are generally operated by the same organization, which sets out the common standards for use by the participating institutions and their data processors. Other payment instruments with more decentralized transaction systems owned and operated by individual institutions, such as cheques and automated direct credits and

The Structure of Retail Payment Systems

Transaction Systems

Use information and communication technologies to deliver payment instructions and information between the parties to a payment transaction and their respective financial institutions.

Principal transaction services include:

- verifying the identity of the parties and their ability to pay
- validating the payment instructions, and
- communicating information among the parties and their financial institutions.

Clearing Systems

Clearing systems are involved in the bilateral exchange of information on individual payments and payment items between financial institutions and the calculation of their settlement positions.

The clearing process principally involves:

- bilateral sorting and matching transactions between member institutions
- processing payment data
- calculating members' settlement claims and obligations, and
- transmitting relevant data to the individual member institutions and to the settlement bank.

Settlement Systems

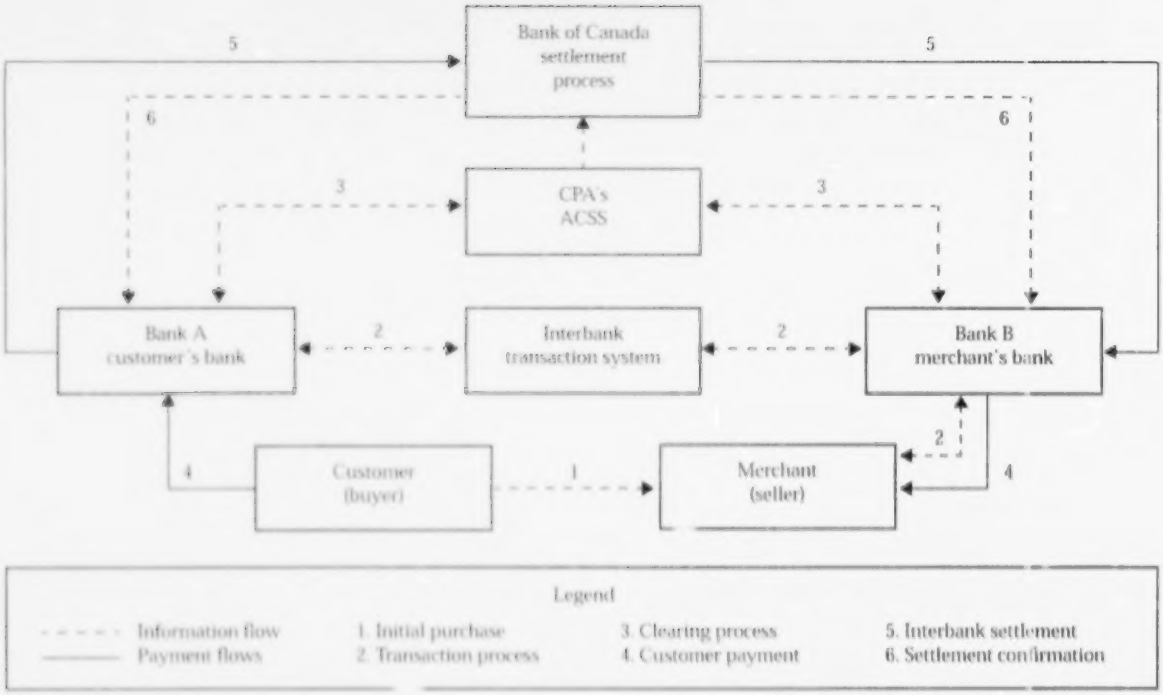
Settlement is the process by which previously calculated payment obligations and receivables are discharged through transfers between deposit accounts that the institutions hold at the central bank or at private banks.

Steps in the settlement process are:

- verifying positions for the transfer of funds between banks and the availability of funds in the paying institution's settlement account
- settling the obligations by posting the funds transfers to an institution's settlement account, and confirming the completed settlement with the account holders

Chart 1

Retail Payment Process



debits, may be less integrated organizationally and technologically with their clearing systems. These instruments often require more processing by the institutions providing them or the clearing organization to translate payment information from the formats of the transaction systems into the standardized formats required for the interbank clearing and settlement of the payment obligations. In this case, the clearing systems are generally more closely integrated with the settlement systems than with the transaction systems.

The Retail Payment System in Canada

While the retail payment system in Canada fits well within the generic structure described above, knowledge of some of the unique features of the Canadian system is necessary to understand the emerging issues.

Clearing and settlement systems

The Automated Clearing Settlement System

In Canada, the principal systems for clearing and settling payments between financial institutions are operated by the Canadian Payments Association (CPA). The CPA is a private, member-owned, non-profit organization incorporated under the Canadian Payments (CP) Act. The members of the CPA are the financial institutions that provide payment accounts, instruments, and services to individuals and businesses. They are eligible under the CP Act to participate directly or indirectly in the CPA's clearing and settlement systems. The CPA's retail system is the Automated Clearing Settlement System (ACSS).[1] Direct participants in the ACSS hold settlement

1. See PSAC 1997a for a description of the ACSS prior to the establishment of the Large Value Transfer System (LVTS). A detailed description of the LVTS is provided in Dingle 1998.

accounts at the Bank of Canada and have access to the Bank's credit facilities. ACSS payments are cleared through several streams (or subsystems).[2] The gross payables and receivables of each participant in each stream are combined and netted over all the participants to obtain their individual net settlement positions.[3] The clearing and settlement functions of the ACSS are highly integrated within the system.

Credit card systems

Not all retail payments are cleared and settled through the ACSS. Most notably, Visa® and MasterCard® payments in Canada are cleared and settled in their own systems. In this case, the individual card payments clear through the organizations' systems located in the United States, and Visa and MasterCard systems hold their Canadian-dollar settlement accounts with a direct participant in the Large Value Transfer System (LVTS). The settlement obligations between these central counterparties and the Canadian financial institutions participating in the card systems are transferred to and from the settlement banks for Visa and MasterCard, respectively, over the LVTS.

Transaction systems

Individual financial institutions in Canada operate various proprietary transaction systems for their customers. These range from on-line systems for their Internet banking operations to their branch-banking and ATM (automated teller machines) networks. Most are designed to provide payment and related services only to their own customers . Many of these institutions also participate and invest, however, in transaction systems that allow them to provide payment services to their customers through shared or common networks. Some shared networks are arranged to link the proprietary systems of the participating institutions. Other common networks are operated by an organization that is either independently owned or is jointly owned by its participating members.

Card-based transaction systems

Most global shared transaction systems for credit card payments are operated by organizations such as Visa, MasterCard, and American Express.® These are typically on-line transaction systems allow the card-holding customers of member institutions to access their credit lines immediately and their retail business customers to acquire authorized payments. The communication services of the transaction systems, along with the standards and protocols for the electronic payment instructions, are designed and operated by the network service providers associated with the credit card organization.

The principal debit and ATM-card transaction systems in Canada are also shared networks. Interac,® for example, connects proprietary ATM networks of individual member institutions via its Shared Cash Dispensing (SCD) system, which allows customers of a deposit-taking institution to withdraw cash from their account using an ATM of another member institution. Indeed, some organizations only participate in the SCD system through the operation of networks of ATM machines, without providing any deposit services to customers. They provide cash to the deposit customers of other institutions and are reimbursed through interbank transfers over the ACSS. Interac also interconnects the networks of participating institutions for point-of-sale electronic funds transfers (EFT/POS) through its Interac Direct Payment (IDP) system. In this case, merchants obtain IDP-equipped terminals from either their deposit-taking institutions or an independent non-financial service provider to allow holders of Interac-enabled debit cards issued by other institutions to make verifiable, real-time payments to the merchant.

Although Interac is the largest operator of shared ATM and EFT/POS systems in Canada, similar but smaller domestic network arrangements operate for specific regions or types of institutions, such as credit unions or caisse populaires. In addition, the major global networks, such as the ATM networks connected through Visa PLUS® and MasterCard's Cirrus,® and MasterCard's Maestro® EFT/POS network, also operate in Canada to facilitate cross-border retail payments for their members' customers.

Internet transaction systems

New forms of transaction systems are emerging from alliances between financial institutions and IT organizations aimed at developing Internet payment schemes. These transaction systems use transmission architectures for payment information that are more open than those of most traditional proprietary systems.

2. Each of the payment streams in the ACSS is specified around common characteristics of various payment instruments. The principal streams are large-value ($50,000 and over) and small-value cheques and paper items, automated funds transfers (debits and credits), electronic data interchange (EDI) payments, and point-of-sale (ATM and EFT/POS—electronic funds transfer at point of sale) payments.

3. See PSAC 1997a for a numerical example of netting schemes.

Among the most notable in Canada are various electronic bill-presentment and payment (EBPP) systems such as epost,™ e-route, and CertaPay. These systems link participating merchants, customers, and their financial institutions to allow merchants to electronically bill their customers and the customers to electronically deliver the payments in an environment where their information is secure. The interbank settlement of these consumer payments is through the ACSS.

Other emerging Internet payment systems, such as hyperWallet, settle their retail payments through non-CPA systems. Only the funds transferred to and from the customers' "wallets" through their financial institutions' on-line banking systems are cleared and settled in the ACSS with hyperWallet's settlement bank.

The policy problem for payment systems is how best to benefit from efficiency gains while managing payment risks.

Recent Developments in Retail Payments

Both new technology-driven payment applications and changes in financial sector policy aimed at improving competition and efficiency in financial services have been driving developments in retail payments over the past decade. Balancing this drive for greater efficiency in payment-service markets has been an increasing awareness of the legal, financial, and operational risks that new payment technologies and competitors can cause within payment systems. There can be serious adverse financial consequences for users if these systems and their participants fail to adequately contain and manage these risks. The main policy problem for payment systems is how best to benefit from the efficiency gains while preserving, or even enhancing, the ability of participants, financial institutions, and systems to manage payment risks.

In this context, four recent developments are worthy of note: the greater use of electronic payment instruments; the outsourcing of payment processing by financial institutions; the separation in the settlement of wholesale and retail payments; and the relaxation of regulatory constraints on access to payment infrastructure systems.

Electronic payment instruments

The declining cost and increasing availability of high-quality IT hardware, software, and network communications have encouraged the global development and adoption of new electronic payment instruments and transaction systems. Financial institutions in Canada have led the trend to replace paper-based currency and cheques with lower-cost electronic payment media, including payment cards and automated electronic funds transfers. Chart 2 indicates the trends in the volume and value of the use of non-cash paper-based and electronic retail payment instruments in Canada since 1991.

The shift towards electronic payments prompted financial institutions to invest even further in the development of both proprietary and shared electronic transaction systems and network arrangements, such as their own Internet and telebanking systems and the shared Interac networks. Although costly to develop and install, these systems have comparatively low costs per transaction so that economic benefits are achieved through broad usage. Consequently, the participating institutions have promoted their use among retail and corporate clients through financial incentives and service-bundling.

Outsourcing transaction and payment processing

In developing electronic payment systems, financial institutions and IT and data-processing firms formed alliances to develop specialized applications to provide payment instruments and transaction services to their customers. Financial institutions with insufficient resources or payment business to develop their own proprietary transaction systems contract with other organizations to provide transaction services to their clients. The CPA and many of the direct participants in the ACSS also began to outsource or co-source various payment-processing activities to firms and to establish their own shared-processing organizations for payments (Freedman and Goodlet 1998, 2002). Outsourcing payment processing reduces the operating costs of providing payment services and allows financial institutions to focus on developing and managing payment accounts, instruments, and related client services as the core of their payments function.

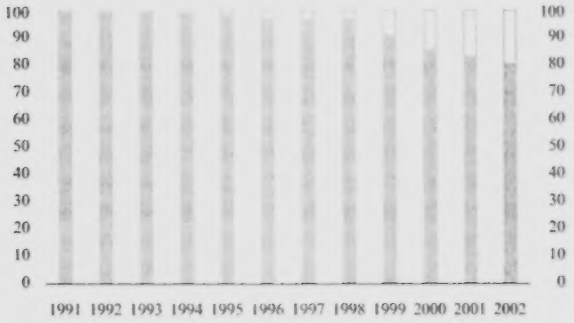
Chart 2

Trends in the Use of Non-Cash Instruments for Retail Payments

Electronic
Paper

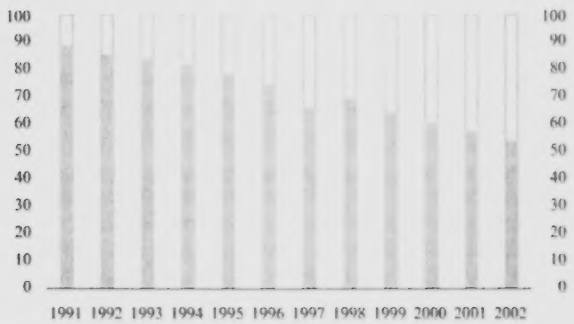
Paper vs Electronic Instruments

Annual value – per cent



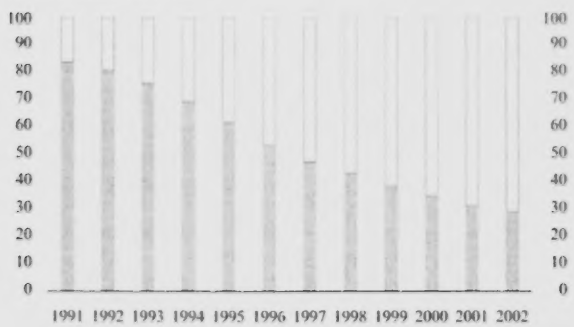
Paper vs Electronic Instruments Excluding Large Cheques

Annual value – per cent



Paper vs Electronic Instruments

Annual volume – per cent



Separation of wholesale and retail payment settlement

The principal financial risks in payment systems arise from uncertainty regarding the ability of institutions to meet their settlement obligations and to manage their liquidity. The new information technologies have allowed financial institutions to reduce, at a cost, some of these uncertainties through access to account information, transfer processing, and settlement of individual payments in real time. Even so, settlement risk still remains and must be managed.

Acquiring sufficient liquidity to meet accumulated gross intraday payment obligations or collateral to cover risk exposure from peak intraday gross payment receivables is too costly to protect systems from a participant's default. As a result, payment systems began to develop settlement arrangements specifically for the large-value payments that produce much of the intraday liquidity costs and risk exposure. These systems have been separated from those for the high-volume small-value retail payments so that each type of system could find its own appropriate balance between controlling risk and saving liquidity. The CPA, for example, introduced the LVTS in early 1999 to handle large-value and time-critical payments that could impose systemic risk—the risk that a default by one participating institution in the settlement system could cause other participants to default. In retail systems such as the ACSS, there is little prospect of significant systemic risk (Northcott 2002) and the focus is more on cost and liquidity saving than risk control. Accordingly, the CPA has begun to adjust the rules and procedures in the ACSS to improve its operations for retail payments.

Relaxation of regulatory constraints

In Canada, regulatory liberalization in the financial sector has had profound effects on domestic payment systems and service markets. The 1992 legislation to reform the financial services sector produced many of the recent regulatory and policy changes affecting payment systems in Canada, including allowing non-deposit-taking financial institutions to participate in the payment-service markets through deposit-taking subsidiaries (Freedman 1998). In 1996, new policy initiatives further enhanced competition in payment-service markets (Daniel 2002–2003). The new Payment Clearing and Settlement Act (PCSA) strengthened the legal foundation for effective limits on systemic risk in key payment, securities, and foreign exchange clearing and settlement systems. It also requires that the

Bank of Canada designate for oversight clearing and settlement systems that could pose systemic risk. The PCSA supported the development of the LVTS, which allowed the ACSS to concentrate on clearing and settling retail payments.

With regard to competition, the Competition Tribunal issued a Consent Order to Interac in 1996 that required the organization to broaden access to its transaction systems and to alter its pricing policies to facilitate new entry and competition among system participants. In addition, the Interac Association was required to eliminate access fees to its shared transaction networks for ATM and EFT/POS services and is allowed to recover its costs only through per transaction "switch" fees charged to participants.[4] Since 1996, membership in Interac has almost quintupled, and demand for its services has increased correspondingly.

The government also established two study groups in 1996 to review and advise on public policy in the financial sector. The Payment System Advisory Committee (PSAC) focused on efficiency, risk control, and consumer interests in domestic payment systems, especially retail payment systems (PSAC 1997b). The Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector took a much broader view of financial service markets, incorporating many of the findings of the PSAC into its recommendations on payment systems (Task Force 1998). These and other studies resulted in legislative changes that allow branches of foreign banks to operate in Canada. Some foreign banks had already been lending in Canada on a remote basis (i.e., without a physical presence).[5] New shared ATM networks and debit-card systems also emerged as niche-market service providers with small shared regional networks or a broader range of services for specific institutional groups such as credit unions. Some, such as MasterCard's off-line debit-card system, focus on cross-border retail payment markets with only limited activity in domestic payment markets.

Additional legislative changes to promote greater competition, efficiency, and responsiveness to consumer needs in domestic financial service markets were enacted in 2002. Changes affecting payment systems were embodied in the CP Act. It opened membership in the CPA and access to the ACSS, which is perceived as contributing to effective competition in the end-user markets for retail payments. Non-deposit-taking institutions, specifically life insurance companies, securities dealers, and money market mutual funds, are now eligible to join the CPA and participate in the ACSS. Some of these institutions were already providing payment services and participating in the CPA through deposit-taking subsidiaries. Others expressed a preference for providing payment services to clients directly through their parent companies, although none have yet chosen to become CPA members. The CP Act also provided broad payment oversight powers to the Minister of Finance. Consequently, the Department of Finance and the Bank of Canada established the Payment Advisory Committee (PAC) to coordinate their individual oversight activities and to advise the Governor of the Bank of Canada and the Minister of Finance on payment issues of common interest.

Issues and Initiatives in Retail Payment Systems

The issues currently emerging in Canada are rooted in the developments of the past decade and in the ongoing search for an appropriate efficiency-risk trade-off as payment systems continue to evolve. The main issues concern the infrastructure and markets for payment services; the application of new payment technologies; and competition among, and access to, infrastructure systems for retail payments. The CPA and other payment-industry organizations, often in collaboration with the authorities responsible for payment oversight, have already begun to address some of these issues.

While the Canadian Payments Association and other public and private organizations are beginning to address many of the key issues, others are just now emerging.

4. Participants pay switch fees to cover the network operator's cost of routing the payment information through the communication switches that link the individual participants into the network. Participants can also impose interchange fees among themselves to cover their own processing costs for interbank transfers, as well as surcharges and other user charges on customers who use their services.

5. Since 1980, foreign banks have been allowed to operate in Canada through wholly-owned subsidiaries. Incorporated in Canada, these subsidiaries, and those of other financial institutions, are legally regarded as Canadian banking firms. Conversely, Canadian branches of financial institutions incorporated outside Canada are not independent legal entities under Canadian jurisdiction.

Infrastructure and services

To reduce the real costs of payment infrastructure services for financial institutions and, ultimately, for their customers, the efforts to improve the efficiency and quality of these services are virtually continuous. There are, however, a number of difficult business issues concerning how best to design and implement these improvements. The principal ones are related to tiered participation in clearing and settlement systems, the efficient use of the LVTS for settling retail payments, and the infrastructure for cross-border retail payments.

Tiered participation

Virtually all transaction, clearing, and settlement systems operating in Canada have a tiered participation structure. Thus, some member institutions in a system access the network services through other institutions that participate directly in the network arrangement.[6] Since the set-up and operating costs for direct participation in the ACSS can be quite significant, especially for institutions with relatively small payment volumes, indirect participation can be efficient for many members. Some direct participants in the settlement network (called clearing agents) find the provision of clearing and settlement services to indirect participants an attractive business line, as long as they are able to efficiently contain settlement risks that indirect participants may impose on them and on the system.

One issue is the criteria for ***direct participation*** in the ACSS. With more diverse types of financial institutions participating in the CPA, as well as technological and policy changes in recent years that have altered the processing costs and settlement risks to clearing members, CPA members have requested a review of the conditions for participation as a direct clearer and as a clearing agent in the ACSS. For example, because life insurance companies and money market mutual funds have different regulatory arrangements and legal regimes than deposit-taking institutions, they are currently permitted to participate only as indirect clearers.[7] While most members would prefer more open conditions for direct participation, some are concerned with the risks and costs that this could impose on the system. Since a change in the participation conditions would require a statutory amendment to the ACSS bylaw of the CP Act, the CPA, the Department of Finance, and the Bank of Canada have established a joint study group to examine this issue. It plans to provide a report and recommendations to the CPA Board and to the Minister of Finance by the end of 2004.

Closely related to this issue is ***access to settlement facilities*** at the Bank of Canada. Direct participation in the CPA's settlement systems requires access to settlement accounts at the Bank of Canada. The Bank's policy is to provide overnight credit to account holders as well. A key element of this arrangement is that the Bank of Canada must have a legally valid, first-priority security interest in the collateral pledged for the credit. Since some financial institutions are subject to different bankruptcy regimes and pledging restrictions than those that govern deposit-taking institutions, the Bank may find it more difficult to obtain such a valid, first-priority security interest over their pledged assets. Recognizing that having a settlement account without access to overnight credit would reduce the appeal of participating directly in the ACSS for eligible institutions, the Bank of Canada has been examining various options for providing access to settlement facilities for all institutional classes of CPA members that could become direct participants in the ACSS. The fact that the ACSS net obligations are now settled over the LVTS helps resolve this issue (Tuer 2003). The collateral pledged to cover the credit used to settle ACSS obligations would be associated with LVTS payments so that the Bank's security interest in pledges by all types of institutions participating in the LVTS would be legally protected from stays on execution by the PCSA.

Another concern with tiered participation is ***risk and market concentration***. As relatively few clearing agents provide clearing and settlement services to indirect participants in a settlement system, the volume and value of payments settled over the accounts of the clearing agent rise relative to those settled over the interbank settlement system. Competition in clearing-agency services helps to ensure that the quality of the services remains high and that the price at which they are supplied closely reflects their true production and risk-management costs.

In Canada, only a few direct participants in the ACSS act as clearing agents for indirect clearers. In effect, they operate their own clearing and settlement sys-

6. There may also be institutions that provide payment services to end-users that are not members of a system. They access these services through a contractual arrangement with another institution that participates in the system. Some payment-card issuers, Internet-payment service providers, and wire-transfer service providers are examples.

7. In addition to the institutional restrictions on direct participation in the ACSS, there is, at present, a requirement that direct clearers must clear at least 0.5 per cent of the annual volume of the system. All CPA members are eligible to participate directly in the LVTS.

tems (called quasi-systems) within the CPA. An untimely failure of one of the principal clearing agents could severely disrupt the settlement of the ACSS and could cause repercussions in end-user markets for retail payment services. Similarly, the failure of a major indirect clearer could create financial difficulties both for its clearing agent, which may bear some risk for settling the obligations of the failed indirect clearer in the ACSS, and for other participants to which it owes funds.

In addition to maintaining effective competition in the market for clearing-agency services, there is the issue of how to improve transparency and control risks in quasi-systems (CPSS 2003). The CPA's current rules and procedures for the ACSS have some limited application to defaults in the clearing agents' quasi-systems. Also, the Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI), which supervises and regulates most of the financial institutions currently participating in the CPA, monitors the overall financial risk-management programs of the principal clearing agents. However, the controls specifically developed by clearing agents to manage financial and operational risk for their own quasi-systems are not very transparent. The joint study group on direct participation in the ACSS (the CPA, the Bank of Canada, and the Department of Finance) will examine this issue.

Efficient use of the LVTS for large-value retail payments

A crucial issue for retail payment systems in Canada is the further migration of large-value payments from the ACSS to the LVTS. Not all payments cleared and settled through retail payment systems are small in absolute terms or in relation to the financial resources of the payer or the receiver. For example, individual cheque payments in the ACSS of $50,000 or more accounted for only 0.15 per cent of the total volume, but made up 57 per cent of the value in 2002, with their aggregate annual value equal to 208 times gross domestic income. The evidence suggests that the ACSS is not presently subject to significant levels of systemic risk, but that particular institutions can, at times, bring substantial settlement risk to the system, or can be substantially exposed to risks that could cause notable losses for participants (Northcott 2002). For this reason, financial risks to the participants in the ACSS that anticipate the receipt of large-value retail payments could be reduced further if the individual large-value payments were to migrate from the ACSS to the LVTS.

Improving the quality of payment infrastructure services and the financial safety of participants in the ACSS must be balanced against the higher per payment costs to the participants and their customers.

Individual CPA members that participate in both the ACSS and the LVTS are reluctant, for legal as well as business reasons, to unilaterally require their clients to send through the LVTS large-value payments that are now cleared and settled through the ACSS. Even though there is no minimum value for individual LVTS payments and the migration of large-value retail payments would be safer for all the institutions participating in the ACSS, the higher per payment cost to their clients limits demand for this safety. The added features of payment irrevocability, immediacy of settlement, and real-time payment information in the LVTS are typically more valuable to clients when they are receiving large-value payments than when they are making them. As well, most business clients are subject to significant financial risk only when rare problems of payment default occur in the ACSS settlement. Nevertheless, in July 2002, the CPA mandated that large-value paper payments of $25 million and over would no longer be eligible for clearing and settlement through the ACSS as of August 2003 because of the substantial settlement risk involved. Although it affects only a few hundred payments per day, the $25 million value cap is estimated to have already reduced the aggregate value settled by the ACSS by about 16 per cent.

Since this initiative is expected to reduce financial risk for all ACSS participants, proposals have emerged to extend the value cap to all electronic payment streams in the ACSS. Most of the payments in these streams are "bulk" payments—individual payments that have been consolidated for interbank clearing. The issue the CPA needs to address is whether the gains in collective financial safety for all ACSS participants and their clients are sufficient to warrant the restructuring costs imposed on the individual participants and the higher per payment costs imposed on their customers.

Cross-border retail payment systems

Although there is little conclusive statistical evidence available, survey and anecdotal evidence suggest that cross-border retail payments, though still small in volume and value compared to domestic payments, are growing at a noticeable pace (CPSS 2003). In addition to retail payments for cross-border business travel and tourism, business-to-business payments and person-to-business e-commerce transactions are rising as cross-border retail trade rises. In Canada, most of these payments involve U.S. residents and global card-payment systems like Visa and MasterCard for credit, ATM, and debit-card transactions. The interbank settlement of these and most other payment obligations takes place through correspondent banking arrangements in which a private bank in one country has a foreign currency settlement account with a private bank in another country. Some of the correspondent relationships for Canadian banks that involve U.S.-dollar and euro electronic payments are part of multilateral cross-border clearing arrangements.[8] To date, however, these and other initiatives have had little market success. Limited payment volumes and values, along with substantial investments sunk into existing bilateral correspondent banking arrangements, have yet to offer a compelling business case for participation in multilateral clearing systems.

Recent regulatory changes within the European Union (EU) have renewed initiatives for some form of cross-border arrangements between the domestic clearing organizations in the Eurosystem, which is the payment system for countries that use the euro. Clearing organizations in other EU countries with their own currencies but with increasing cross-currency payments with the Eurosystem, as well as some clearing organizations in the United States, are considering participation in some of these initiatives. Also, key global service organizations such as the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), which provide standardized payment-messaging services, have begun designing applications for the cross-border transmission of batch-payment files for retail payments. As multilateral standards develop and become more broadly accepted for clearing cross-border retail payments, the business case for participation strengthens. The issue for Canadian financial institutions will be whether to reconsider their participation in some multilateral arrangements.

Application of new payment technologies

Innovations in information technologies have encouraged the development of more diverse and sophisticated payment applications for retail payments. This is especially so for electronic payment instruments and transaction systems involving the Internet. However, these developments continue to raise issues such as the security of payment information, the development of common standards for interoperability and straight-through processing, and the substitutability of low-cost electronic payments for paper-based payments.

Security of payment information

In retail payment transaction systems, there is a financial impetus to shift away from the closed, dedicated structures for transmitting information used by financial institutions in their proprietary and shared electronic banking systems towards lower-cost, open structures for multiple users, like the World Wide Web. Using a more flexible transmission architecture to transmit a wide range of information can lower overall transaction costs. The two principal problems with this strategy are the protection of the information from unauthorized access both during transmission and within the merchants' and service providers' information storage domains, and the accurate verification of the true identity of all the parties engaged in a payment transaction. Open-architecture systems designed for multiple users are more vulnerable to theft of information and identity than are the dedicated closed systems that can specialize in very high-level protection of all transmitted information.

Credit cards are the traditional payment instrument most used in e-commerce transactions. Consequently, card companies such as Visa and MasterCard have been upgrading their secure transmission protocols—Secure Electronic Transmission (SET) standards—to accommodate information transmission over more open architectures. Upgrades are also progressing in technologies for the payment cards and related devices that contain, read, and initiate transmission of encoded information on the identity of the cardholder, the payment account, and the routing of payment requests and authorizations. Over the past year, some initiatives that have been announced in Canada included using integrated circuit chips—mini-computers—embedded within the payment cards and

8. Canadian financial institutions already participate in some arrangements for the delivery and clearing of cross-border retail payments, such as the Federal Reserve System's International Automated Clearing House (IACH) Service and the Transferts Interbancaires de Paiements Automatises Network (TIPANET) operated by the TIPA Group S.C.

using the Europay-Visa-MasterCard (EMV) standards for chip-card security. This technology can also lower user cost by supporting multiple information functions in addition to payments on a single chip card.

Although payment cards with enhanced information security are considered well suited for remote payments over the Internet, other secure electronic credit and debit-payment instruments are being developed for this purpose. Over the past few years, the CPA and other organizations have established frameworks for public key infrastructures (PKI)—arrangements for managing processes and programs required for secure transactions over the Internet. The CPA also published a set of principles and guidelines for payments over open-communication networks (CPA 2000). The federal government passed legislation protecting the privacy of electronic information and validating electronic documents and digital signatures. It also established codes of practice for consumer protection in e-commerce and e-payments. Finally, in the past year, a joint public-private working group involving the CPA, Industry Canada, and interested private organizations published a discussion draft of a set of principles for electronic authentication (Industry Canada 2003).

New payment technologies and standards for infrastructure services can help to improve the quality of services, lower real payment costs, and reduce some existing payment risks while introducing new ones.

Since the legal foundations for open-system electronic payments and the industry standards for information security and authentication are still evolving, the payment applications for these technologies are largely in their infancy. Also, further public and private initiatives to develop these technologies will continue, as there is yet no clear indication of which new payment technologies and products will ultimately become commercially viable. One difficult issue to consider in this regard is the question of interoperability—the capacity for users in one system to access that system through the services of another system.

Interoperability and straight-through processing

Technical innovation challenges established standards and, if successful, establishes new standards for commercial applications. To a large extent, the commercial success of new technical standards developed by the private sector depends on the ease with which they can be incorporated into new applications by a broad range of service providers. Key challenges for the public sector in this process are to identify and remove remaining legal barriers to the development of open-system electronic payments and to facilitate the development of fundamental principles for such applications.

Technical standards for the "backbone" of open systems are designed for widespread use. This is not always true for payment applications. Service providers customize their payment products and contractually limit access to them to generate the required commercial returns on investments and to fund future projects. The incentives for extending interoperability to other payment infrastructure systems can therefore be limited. For example, the standards and technologies of many PKI infrastructures are not fully compatible with the CPA's PKI, and the systems are thus not interoperable. Without interoperability, only some systems and products can survive competitively, and the expansion of user demand is often slowed. In fact, the CPA recently decided to postpone further development of its PKI until a greater need for this service emerges. Discussions among private and public sector PKI operators have recently begun to address this issue. The challenge for the private sector is to determine the minimum extent to which a new open-architecture payment application and system needs to be interoperable and accessible to other retail providers of similar services to make it profitable.

Another form of interoperability, called straight-through processing, takes place between the infrastructure systems and applications that provide complementary services at different levels of payment processing. These include the proprietary payment marketing and processing systems used by payment providers and their outsourced processors, shared transaction networks, and clearing systems. Although standardizing these systems can reduce operating costs, security risks, and operational risks, it is difficult to coordinate when institutions have sunk extensive investments in already existing systems, and the success of any new system is uncertain. The CPA's recent initiatives as well as its published standards and guidelines for open-architecture systems, are

aimed at finding broad open standards to help make the front-end marketing, processing, and transaction systems compatible with the communication and operating standards for clearing and settlement.

Cheque truncation and electronic cheques

Given the uncertainty about the acceptability of new retail payment instruments, a common strategy is to innovate around established instruments. The single most established retail payment instrument in Canada is the cheque, and two strategies for lowering the cost of using and processing retail-cheque payments are paper-cheque truncation and electronic cheques.

Cheque truncation would allow financial institutions receiving paper cheques for deposit to transform the instructions into digital form for internal electronic processing, clearing, and settlement. At present, the payment information on cheques is recorded electronically by the receiving institution for daily clearing and provisional settlement through the ACSS. However, the paper cheques must also be delivered daily to regional locations of the financial institution on which they are drawn and then sent overnight to the branch holding the customer's account to verify the signature and the availability of funds. This is a costly procedure.

Transmission and storage costs for electronic images are significantly lower than for the paper items. The truncation of paper cheques means that digital images of the cheques can be delivered electronically from the receiving institution to the paying institution to verify customer signatures and payment obligations through centralized on-line account information systems. Some of the major participants in the ACSS have already invested in digital-imaging technology to avoid transporting paper items to their branches, and the CPA is currently developing ACSS operating rules and standards for receiver truncation of cheques. The federal government has also begun to assess the necessary legislative changes.

An ***electronic cheque***, rather than a paper-based cheque, is one instrument for Internet payments used in some electronic bill-presentment and payment schemes. Early in 2003, the CPA published a policy framework for clearing and settling one-time debit and credit payments, including electronic cheques (CPA 2003). To expand the range of cost-efficient electronic cheque payments acceptable for clearing and settlement over the ACSS, the financial, legal, and operational risks will need to be addressed. These include credibly securing the information contained in electronic payment instruments, clarifying the legal status of the instruments, and standardizing their design. Recent private and public initiatives have already begun to address some of these issues.

Access and competition

A degree of co-operation among participating institutions in member-owned shared-transaction systems and clearing and settlement systems, such as Interac, Visa, and the ACSS, is necessary for the management of payment risk and the efficiency gains related to product and system innovation, standard-setting, and networking. However, the incentives to allocate the risks, costs, and benefits appropriately among the various payment-service providers and users participating in retail payment infrastructure systems and end-user markets depend on effective competition in many of these payment-service markets (PSAC 1997c). End-user markets, where financial institutions vie with each other to provide retail payment instruments and services, are the most open to competition, followed by some common transaction systems for similar payment instruments and services, and various payment-processing and IT outsource providers used by individual institutions and the CPA.

Co-operation in organizing and operating transaction, clearing, and settlement systems is necessary, yet efficient markets for payment services depend on competition among their members.

The recent legislative changes, regulatory efforts, and policy initiatives to open access for a broader range of financial and non-financial institutions to Interac, the ACSS, and the Bank of Canada's settlement facilities were aimed at further enhancing competition and efficiency in retail payment-service markets. The continuing market pressure for even more open access to payment-infrastructure organizations and service markets raises some questions, however. Two of the most difficult issues are differential regulation among similar infrastructure systems and remote access to domestic infrastructure systems.

Regulation of infrastructure systems

In Canada, some transaction, clearing, and settlement systems for retail payments are regulated, while others are not. For example, payment-infrastructure systems for retail services such as the ACSS and Interac's SCD and IDP systems are regulated under the CP Act and the Consent Order of the Competition Tribunal, respectively. As the predominant national providers of infrastructure services for particular instruments, they are considered essential systems for retail payments. To be competitive, institutions that offer, or wish to offer, these instruments and services to end-users need access to them. As new retail payment instruments and expanded menus of payment services have emerged, new infrastructure systems that compete against the national systems in providing infrastructure services have begun to develop. Some examples are the Exchange ATM network, MasterCard's off-line debit card system, and CertaPay, an Internet bill payment system. Unlike the CPA and Interac, these new systems are typically unregulated. However, they generally operate predominately in local, not national, markets and offer services only through a limited number of financial institutions.

Regulation has both benefits and costs. Regulated disclosure requirements, restrictions on operating practices, and a greater need for legal services can impose a cost burden. However, regulated organizations often have greater access to the public authorities and their services than do unregulated entities. They can use regulation to help develop initiatives and coordinate actions that benefit all participants in the system and to instill confidence in the users of the payment systems. The entry of new infrastructure systems to these markets therefore raises concerns about the ability of regulated and unregulated providers of similar infrastructure services to compete evenly.

The key challenges for the public sector are to specify criteria for regulation that are clear enough to eliminate potentially disruptive policy uncertainty and to remove the unintended regulatory barriers to effective competition among regulated and unregulated service providers. The challenge for private sector infrastructure organizations is to develop a business strategy flexible enough to accommodate the emerging service needs of even small groups of their members.

Remote participation

At present, remote participation —the provision of retail payment services by organizations incorporated and located in other countries—in Canadian retail payment systems is limited to payment-processing and clearing services, principally for global card payments. Most other payment services can be provided only by branches of Canadian firms and incorporated subsidiaries of foreign firms. Recently, however, there have been requests from foreign institutions to remotely access settlement facilities at the Bank of Canada and to participate remotely in the CPA's settlement systems. Although most requests were initially for participation in the LVTS, remote participation in the ACSS would facilitate clearing and settlement of the growing number of cross-border retail payments as well. Foreign institutions specializing in Internet banking and payment services to clients, some of which can already remotely provide limited banking services in Canada, could eliminate the intermediation costs associated with cross-border clearing and settlement through correspondent banks. Remote participation by Canadian financial institutions in foreign retail payment infrastructure systems would involve similar cost savings. Currently, remote participation in Canadian clearing and settlement systems is prohibited, although similar barriers do not exist in all other countries, notably those in the EU.

The prohibitions on remote participation in Canada and other countries such as the United States reflect concern over legal risks. Unforeseen legal problems caused by a default by a remote participant can potentially disrupt the operation of domestic payment settlement systems and impose payment risks on domestic participants. For example, the legal validity of the CPA's default rules and procedures may be unrecognized in the jurisdiction of the remote participant. Also, the credit claims of Canadian entities participating in the ACSS against a failed remote participant may be subordinate to similar claims of residents of the foreign jurisdiction of the remote participant. As some of these concerns are resolved and remote participation becomes more acceptable in principle and practice in more countries, the authorities in Canada will likely wish to review their policies governing remote participation in retail payment infrastructure systems as well.

Conclusions

Although retail payment systems may not pose a systemic threat to the Canadian financial system, they are critical to a well-functioning Canadian economy. They must operate efficiently and reliably to avoid

disruptions in infrastructure systems that can prove costly for retail commercial and financial activities. Innovations in basic information technologies, in payment applications, and in global market availability have produced fundamental changes in retail payments. There are increasing demands for more and better low-cost electronic payment instruments and services. In response, we have observed significant new investment in infrastructure technology and a strategic reorganization in market arrangements with a widening range of retail payment services and service providers. Also, re-regulation in markets for retail payment services has addressed issues of provider access, the operations and security of infrastructure systems, and consumer protection. Operators of retail payment systems, system participants, and public oversight agencies in Canada, as elsewhere, have begun dealing with many of the issues these developments raise. All share the same strategic objective: achieving the right systemwide balance among competing efficiency needs, risk-control mechanisms, and consumer interests to best serve evolving retail payment systems.

Glossary

Electronic authentication is a process for verifying the identities of the parties communicating remotely over an electronic network like the Internet and the integrity of the message being communicated.

Infrastructure systems for payments consist of the array of underlying organizations, procedures, installations, and other facilities that financial institutions require to provide payment instruments and services to their customers. The services provided by organizations that operate infrastructure systems are infrastructure services.

Networks link participating institutions by means of their communications equipment so that users can access the proprietary data and services of each participating institution through its own or shared equipment at remote locations. The ***network operator*** provides and maintains the services that interconnect the network.

An **open-architecture system** is a network operated by a service provider that directly links multiple users (e.g., buyers, vendors, and their financial intermediaries) for jointly interactive communication sessions. It can typically be used to transmit a variety of types of information almost simultaneously and can possibly ensure different degrees of security for the information, depending on the level of confidentiality required. It contrasts with a ***closed system***, which is a two-way connection, often over dedicated communication lines or frequencies.

A **payment service provider** specializes in providing a particular type of payment-related service and can be either a financial institution that provides payment accounts, instruments, and transfer services to its customer or a provider of payment infrastructure services, such as a transaction network operator or a clearing system operator.

Provisional credit refers to the posting of a payment value (the credit) to the receiver's account as soon as the payment item is presented for collection with the financial institution that provides the customer with a deposit account. Effectively, provisional credit is a payment receivable. It is granted on the agreement that, if the funds are not forthcoming from the financial institution on which the payer has drawn the item, the receiving institution will void the payment credit to the receiver's account.

A **security interest** refers to a contractual agreement between two parties indicating that one has a prior legal interest in some of the assets owned by the other. It secures, for example, a lender's claim on specific assets pledged as collateral by a borrower to cover the lender if the borrower defaults on the terms of the loan agreement.

A **stay on execution** is a court-ordered delay on the transfer to a lender of collateral pledged by a defaulting borrower under the terms of the lender's security interest. The immediate consequence to the lender is an unanticipated cost to finance the loss of cash flow owing to the default on the loan without liquidation of the pledged collateral. The ultimate consequence may be a credit loss if the lender's security interest is not upheld by the court.

Literature Cited

Canadian Payments Association (CPA). 2000. ***Principles and Guidelines for Payments over Open Communication Networks***. Ottawa (October).

———. 2003. ***Revised Policy Framework for Remotely Initiated One-Time Electronic Payments***. Ottawa (April).

Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). 1999. ***Retail Payments in Selected Countries***. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements (September).

———. 2000. ***Clearing and Settlement Arrangements for Retail Payments in Selected Countries***. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements (September).

———. 2003. ***Policy Issues for Central Banks in Retail Payments***. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements (March).

Daniel, F. 2002–2003. "Recent Changes to Canada's Financial Sector Legislation." ***Bank of Canada Review*** (Winter): 3–16.

Dingle, J. 1998. "The LVTS—Canada's Large-Value Transfer System." ***Bank of Canada Review*** (Autumn): 39–55.

Freedman, C. 1998. ***The Canadian Banking System***. Technical Report No. 81. Ottawa: Bank of Canada.

——— and C. Goodlet. 1998. ***The Financial Services Sector: Past Changes and Future Prospects***. Technical Report No. 82. Ottawa: Bank of Canada.

———. 2002. ***The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments***. Technical Report No. 91. Ottawa: Bank of Canada.

Industry Canada. 2003. "Principles for Electronic Authentication." Draft Report of the Authentication Principles Working Group.

Northcott, C.A. 2002. "Estimating Settlement Risk and the Potential for Contagion in Canada's Automated Clearing Settlement System." Working Paper No. 2002–41. Ottawa: Bank of Canada.

Payment System Advisory Committee (PSAC). 1997a. "The Payments System in Canada: An Overview of Concepts and Structures." Discussion Paper No. 1. Ottawa: Bank of Canada and Department of Finance.

———. 1997b. "The Canadian Payments System: Public Policy Objectives and Approaches." Discussion Paper No. 2. Ottawa: Bank of Canada and Department of Finance.

———.1997c. "Access to Payment Networks in the Canadian Payments System." Discussion Paper No. 3. Ottawa: Bank of Canada and Department of Finance.

Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector. 1998. ***Change, Challenge, Opportunity***. Report of the Task Force. Ottawa: Department of Finance.

Tuer, E. 2003. "Technical Note: Elimination of Retroactive Settlement in the ACSS." This ***Review***.

Technical Note: Elimination of Retroactive Settlement in the ACSS

Eric Tuer, Financial Markets Department

In response to a request from the Canadian Payments Association (CPA), on 1 November 2003 the Bank of Canada abandoned its practice of backdating the results of the settlement of payments through the Automated Clearing Settlement System (ACSS). The adoption of "next-day settlement" means that the results of the settlement process will appear on the central Bank's books on the day items actually settle in the ACSS rather than on the previous business day. Since July 1986, settlement of these items had occurred at noon the day after items were presented in the clearing process, but the results of the settlement process were recognized on the Bank's books the previous day, through backdating or "retroactive" settlement (Dingle 1986).

The Bank of Canada has advocated this change for some time. Changing the settlement to the next day was first discussed before the introduction of the Large Value Transfer System (LVTS) (Bank of Canada 1995). The Bank saw it as a means to simplify the payment process and to improve the reporting of settlement risk, and at the same time to promote the cost-effectiveness of the payment systems. Direct clearers were initially reluctant to accept the change, mindful of reintroducing float issues for their customer base, as well as the associated costs and inefficiencies of monitoring account activity.[1] This concern, however, has been addressed, as the ACSS participants agreed to an interest-compensation mechanism among themselves. As a result of the shift to next-day settlement with interest compensation, the most significant costs associated with the settlement of payments through the ACSS will be eliminated.

Costs of Retroactive Settlement in an LVTS Environment

The LVTS was introduced in 1999 to electronically process large-value and time-sensitive items on a "real-time" basis (Dingle 1998). It provides finality of payment based on the well-developed risk controls in the system.[2] By comparison, the ACSS is the system through which other payment items, such as cheques, are cleared and settled. This system settles at noon the day after items are presented for clearing. While the LVTS is deemed to be systemically important, the ACSS is not.[3] Since the ACSS does not provide intraday finality to fund transfers, items exchanged via the ACSS are at risk until settlement occurs, hours after the clearing process begins.

When the LVTS was first introduced, the interest rate band in the ACSS was initially set so that direct clearers would incur the same level of costs as under the previous averaging period regime. Since the interest rate

1. A direct clearer is a deposit-taking institution that has an ACSS settlement account at the Bank of Canada. For a complete description of the organization and workings of the ACSS, see the Bank of Canada Web site at http://www.bankofcanada.ca/en/payments/systems.html#automated. "Float" consists of cheques and other items relating to deposits that have not been cleared.

2. These arrangements meet the standards for systemically important payment systems, which are required to have a built-in mechanism to protect participants against settlement risk (Goodlet 1997).

3. After a review in December 2002, the ACSS was declared not to be designated under the Payment Clearing and Settlement Act (Northcott 2002).

band for the LVTS was narrower, an overdraft or long position was less costly in this system compared with the ACSS. This encouraged the migration of large-value items to the LVTS from the ACSS. End-of-day positive or negative balances in the LVTS are subject to a 25-basis-point cost relative to the target overnight rate, while end-of-day net gains or losses in the ACSS were initially subject to a 250-basis-point cost. Over time, as certain migration milestones were met, the ACSS interest rate band was reduced, and before the introduction of next-day settlement, the cost stood at 150 basis points. Daily volumes in the ACSS, which were around $40 billion immediately after the introduction of the LVTS, are down to $16 billion today, in part because of the effect of the cost incentive on migration levels.

One of the specific ways in which ACSS participants encountered this cost under the backdated settlement arrangements was related to a payment transaction that involved both the LVTS and the ACSS. For example, a direct clearer could receive a cheque payable to the Government of Canada for clearing and settlement in the ACSS, but would be required to make that payment in the LVTS. In this simplified case, the direct clearer would end the day paying the target rate plus 25 basis points on its overdraft in the LVTS and would earn the target rate less 150 basis points on its positive ACSS balance. If these balances had been held in the LVTS, the direct clearer would have received significantly more in interest. This opportunity cost was known as a "dislocation" cost. [4]

The Impact of Next-Day Settlement on Costs

The introduction of next-day settlement eliminates many of the costs for the financial institutions that participate in the ACSS, although it will result in a small capital charge being imposed. To understand how the introduction of the new regime eliminated most of the costs, a brief review of ACSS procedures under the old system will be helpful.

Over the course of a business day, direct clearers receive on deposit numerous paper items and instruments from various electronic payment streams. These deposits are normally credited to the clients' accounts on the same day. The items are sorted, processed, and cleared that evening in the ACSS. The calculation by the ACSS of the net amount of claims, or obligations, of the participating financial institutions is made in most regions at 9:30 the next morning (EST), with adjustments allowed up to 11 a.m. Previously, the Bank of Canada determined from the ACSS the aggregate amounts due to and from direct clearers, and settlement took place at noon through credits and debits in the direct clearer's ACSS settlement accounts at the Bank. By allowing the books of the Bank to remain open into the following business day, until the clearing process was completed and settlement occurred, the effective date for the settlement was the same day that most payment items were credited to the customers' accounts.

With next-day settlement, the direct clearer sees its final ACSS multilateral net clearing position by mid- to late morning the day after the items are entered into the clearing process. The net gains and losses arising from the ACSS clearing process appear on the direct clearers' balance sheets as a component of "items in transit" rather than as positive balances in the ACSS held as deposits or as central Bank advances on the Bank of Canada's balance sheet.[5] The items settle, and the direct clearers' positions with the Bank of Canada will be changed on the business day after the payment items are credited to the customers' accounts.

The interest-compensation mechanism agreed to by the ACSS members allows direct clearers to give value to the customer's funds on the day the item is deposited and avoids the imposition of a float charge on their customer base. The CPA determines the interest compensation due to or from each direct clearer. (This is the only new infrastructure required for the implementation of this project.) Direct clearers with a net

4. In fact, direct clearers actively attempt to reduce dislocation costs through interbank transactions and the late-day execution of Settlement Exchange Transactions (SETs), in which a direct clearer "swaps" LVTS funds for ACSS funds with one or more counterparties. In the above example, the direct clearer would search out other direct clearers who hold positive LVTS balances and are projected to have negative balances in the ACSS, although they will not know their ACSS positions with certainty until the next morning. If the other counterparty(ies) agreed, the direct clearer would "receive" an LVTS payment of a specified amount from them (in the best-case scenario taking the LVTS balance to zero) and would allow its ACSS balances to be debited by the same amount as the amount received.

5. Bank of Canada advances are secured loans made to a bank or other member of the CPA. As a result of the changes described above, the balance sheet of the Bank of Canada will contract. In 2002, the average size of the positive and negative balances held at the Bank by CPA members active in the ACSS was approximately $500 million. Given the 300-basis-point band in this payment system, this represents annual cost savings to the industry of $15 million at the expense of Bank of Canada profits, which are ultimately remitted to the Government of Canada.

credit position in the ACSS receive an interest payment to cover their cost of giving credit to depositors on the business day before receiving funds in settlement. Conversely, direct clearers with net debit positions make payments to offset their net benefit of debiting their customers' accounts on the business day before paying funds in settlement. Interest compensation is calculated daily by the CPA at the target overnight rate (i.e., the Bank Rate less 25 basis points) and is included in the clearing balances settled at the Bank of Canada, using LVTS funds.

An institution that finds itself with a negative clearing balance does not take an ACSS advance (an overdraft loan), but makes an LVTS payment to its ACSS subaccount at the Bank of Canada. When all payments have been credited to the subaccounts of the direct clearers with negative clearing balances, the Bank debits these accounts and credits the accounts of direct clearers that are to receive funds to settle their settlement account. There are no ACSS balances or overdrafts carried on the Bank of Canada's balance sheet overnight, reducing the cost to participants.

In the unlikely event that a direct clearer does not pay the amount of its negative clearing balance through the LVTS, it may still apply for an ACSS advance from the Bank to obtain the liquidity needed to settle its position. This may be required where the LVTS system is unavailable, or where a direct clearer is unable to connect to the system. It is unlikely that this facility will be used for borrowing overnight, as negative balances will be settled by an LVTS payment at some point during the remainder of the day. Following its practice with the continuous linked settlement (CLS) system for settling foreign exchange transactions, the Bank of Canada will not impose a charge based on interest rates on these overdrafts that are repaid later the same day. In the future, a levy or a fee for this service could be introduced.

It is important to note that the new settlement arrangements for the ACSS do not alter the settlement risk borne by ACSS participants. By including in the financial statements, in the items in transit category, the "settlement" risk that each ACSS participant bears, the ownership and extent of this exposure is clarified.

Including ACSS net claims under items in transit on the balance sheet will increase the capital charge incurred by ACSS participants following the application of a risk weighting to the additional amount of net receivables as a result of the ACSS clearings.[6]

Impact on ACSS Stakeholders

ACSS participants

The recent move to next-day settlement accounting and the subsequent change to the cost structure of the ACSS payment system will have an impact on industry behaviour. Risk mitigation rather than cost is likely to be the main driver for future migration of payments from the ACSS to the LVTS. As well, a number of migration initiatives and projects have recently been completed or are currently underway to move more payment value from the ACSS to the LVTS. Among them are the inclusion of equity trading in the CDSX[7] and increased settlement of entitlements in the LVTS. In addition, to promote the settlement of large-value payments in the LVTS, a cap of $25 million has been set for paper items eligible for the ACSS. To prevent slippage of large payment items back to the ACSS, the Bank of Canada will continue to monitor the values processed in both payment systems.

The desire to minimize capital costs associated with items in transit means that direct clearers will continue to use Settlement Exchange Transactions (SETs). Direct clearers will attempt to reduce the items in transit on their balance sheet by limiting, when possible, their pending position in the ACSS. As the migration of payment items and payment streams to the LVTS continues, the dollar amount of SETs will diminish.

The change in the cost structure of the payment system has other potential effects. Pricing of large deposits and overdrafts, particularly those transacted late in the business day, may be reviewed. Before next-day settlement was introduced, if a direct clearer held positive or negative balances at the end of the day in the

6. As an example, if a bank had "net receivables" of $100 million in the ACSS, this would be posted as a $100 million asset captured in items in transit on its balance sheet. The Office of the Superintendent of Financial Institutions states that "cheques and other items in transit" attract a risk weighting of 20 per cent, creating a risk-adjusted asset of $20 million. Bank for International Settlement guidelines set out that this must be supported by at least 8 per cent in capital. As a result, $1.6 million in capital is set aside. The actual capital charge depends on what the direct clearer targets for a return on capital. If 12 per cent is targeted, then the capital charge amounts to $192,000, or approximately 20 basis points. This compares to the 300-basis-point ACSS band that is being eliminated.

7. CDSX is the new clearing and settlement system for debt and equity securities in Canada.

ACSS as a result of an unexpected late-day customer transaction, the direct clearer would receive the lower limit of the ACSS interest rate band or be required to pay the upper limit. Now the direct clearer will receive or pay the target overnight rate. The competitive forces of the industry will ultimately determine the level of benefit passed on to the customer base.

Bank of Canada

The movement to next-day settlement with interest compensation has no impact on the implementation of monetary policy by the Bank of Canada, which currently involves adjusting, on a day-to-day basis, the level of Receiver General deposits held at the Bank versus those held by participants in the LVTS. As already noted, however, the move has reduced the size of the Bank's balance sheet, resulting in an estimated annual loss of revenue of some $15 million for the federal government.

The elimination of positions in the ACSS of members of the Canadian Payments Association with the Bank of Canada will result in changes to the table that currently reports these data in two Bank publications: the *Weekly Financial Statistics* and the *Bank of Canada Banking and Financial Statistics*.

Conclusion

The change to next-day settlement with interest compensation has eliminated many of the costs associated with being a participant in the ACSS. It has done so without affecting the implementation of monetary policy and without reintroducing float charges for customers of financial institutions, and it has avoided major programming changes at the financial institutions. As well, the bookkeeping conforms to Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) and is consistent with international best practices for settlement of non-real-time payment systems. Finally, and importantly, the change to next-day settlement properly accounts for settlement risk taken by ACSS participants by posting this exposure on the balance sheets of those who bear it.

Literature Cited

Bank of Canada. 1995. "A Proposed Framework for the Implementation of Monetary Policy in the Large Value Transfer System." Discussion Paper 1 (November).

Dingle, J. 1986. "Technical Note: Introduction of Retroactive Settlement for the Daily Clearing of Cheques and Other Payment Items." *Bank of Canada Review* (August): 3–7.

———. 1998. "The LVTS—Canada's Large-Value Transfer System." *Bank of Canada Review* (Autumn): 39–55.

Goodlet, C. 1997. "Clearing and Settlement Systems and the Bank of Canada." *Bank of Canada Review* (Autumn): 49–64.

Northcott, C.A. 2002. "Systemic Risk, Designation, and the ACSS." *Financial System Review* (December): 29–35.

Speeches

Introduction

Two of Governor David Dodge's recent speeches are published in this issue of the *Review*. Speaking to the Couchiching Institute on Public Affairs on 7 August, Governor Dodge talked about some of the factors that are relevant to any decision on further economic integration in North America and what needs to be done if Canadians decide to pursue it. On 10 September, in an address to the Vancouver Board of Trade, Governor Dodge described the essential role that confidence plays in the efficient operation of markets and the trust Canadians have in our macroeconomic framework.

The full text of other speeches given by the Governor can be found on the Bank's Web site at: http://www.bankofcanada.ca and include:

23 October 2003	Opening statement to the Senate Banking, Trade and Commerce Committee
22 October 2003	Opening statement at the House of Commons Finance Committee following the release of the *Monetary Policy Report*
	Opening statement following the release of the *Monetary Policy Report*
5 September 2003	Remarks to the Spruce Meadows Roundtable, Spruce Meadows, Alberta
17 July 2003	Opening statement following the release of the *Monetary Policy Report Update*
12 June 2003	Remarks to the Conseil du patronat du Québec, Montréal, Quebec
5 June 2003	Remarks to the German-Canadian Business Club of Berlin-Brandenburg, Berlin, Germany
13 May 2003	Remarks to the Foreign Bankers' Association in the Netherlands
30 April 2003	Opening statement to the Senate Banking, Trade and Commerce Committee
29 April 2003	Opening statement to the House of Commons Finance Committee
23 April 2003	Opening statement following the release of the *Monetary Policy Report*
7 April 2003	Remarks to the Canadian Council of Chief Executives, Washington, D.C.
18 March 2003	Remarks to the Italian Bankers Association, Rome, Italy
12 March 2003	Remarks at the Website Awards Event, Central Banking Publications and Lombard Street Research, London, England
	Remarks to the Canada-UK Chamber of Commerce, London, England
29 January 2003	Remarks at the Speakers Forum, Toronto, Ontario
23 January 2003	Opening statement following the release of the *Monetary Policy Report Update*

Economic Integration in North America

Remarks by David Dodge
Governor of the Bank of Canada
to the Couchiching Institute on Public Affairs
Geneva Park, Ontario
7 August 2003

For more than 70 years now, the Couchiching Institute on Public Affairs has been bringing Canadians together with the purpose of asking some thought-provoking questions and encouraging lively, stimulating debates and action on a variety of key public policy issues. For example, it was at Couchiching, 56 years ago, that the idea of creating a North Atlantic Treaty Organization (NATO) was first floated publicly by Escott Reid, a senior official with the Canadian Department of External Affairs. NATO was established a year and a half later, reflecting almost exactly the vision that Reid outlined in his speech at Couchiching.

I am delighted to have been invited to participate in this year's conference, the theme of which is "Continentalism: What's in It for Us?" True to form, here again is a topic that is thought-provoking and, some might say, provocative!

Before I venture any thoughts on the subject, let me make it clear that I am not here as an advocate for greater North American integration. This is very much a *political* decision for Canadians and their elected governments. It is a big decision, and all of us, as a democratic society, will have to determine what we really want.

I'm not a politician; I'm an economist. So, what I intend to do tonight is to lay down some parameters for an appropriate discussion of the issues relevant to greater *economic* integration in North America.

First, I would like to review the benefits and costs of economic integration. By economic integration, I mean the free movement of goods and services, capital, and labour and the harmonization of the rules governing the operations of these three key markets. I will briefly review the progress Canada has made on each of those fronts, and the benefits we have derived from opening up our markets to international competition and to the free flow of capital. Next, I will talk about the remaining impediments to fuller economic integration. And finally, I will briefly discuss where we might go from here.

The Economic Benefits and Costs of Open Markets

(i) Free trade

International trade in goods and services takes place because countries have different resource endowments and labour skills and because consumer tastes vary from country to country.

David Ricardo, a 19th-century British economist, argued that a country could gain from trade even when another country had an *absolute* advantage in producing all goods and services. He argued, rightly, that by concentrating on producing those goods and services in which a country was *relatively* more efficient, and importing those products in which it was *relatively* less efficient, it could increase its national income. And this would be so even if that country was *absolutely* less efficient in producing all products. This is the famous principle of *comparative advantage*. It is on this principle that economists base their view that barriers to trade reduce economic welfare in all countries. When countries export goods and services in which they are most competitive and import those in which they are less competitive, consumers everywhere benefit, the potential output of all nations increases, and so does the global standard of living.

Opening up national borders also opens the door to greater global competition. And this acts as a potent incentive for businesses everywhere to become more efficient and productive. To relate this to Canada, international competition puts pressure on our domestic market to be more competitive, even in industries where the optimal scale may have only one or two Canadian firms operating. In the end, competitive pressure leads to greater efficiency, greater productivity, and higher standards of living.

So there are clear economic benefits to greater economic integration with the rest of the world. Of course, there are adjustment costs to be borne as barriers to trade are removed. Some firms and some industries will not be able to meet the foreign competition, and will die or contract. This is part of the process of releasing resources—both human and physical—to those industries or firms that are taking advantage of new markets abroad. So some kind of mechanism to equit-ably share the short-run costs of adjustment is important to reap the medium- and longer-run benefits of freer trade.

Since the Second World War, Canada has had a history of being open to global markets for goods and services. In my view, this interaction with the rest of the world has proven very successful and has benefited Canadians, and our foreign partners, enormously.

There are clear economic benefits to greater economic integration with the rest of the world.

As you know, the Canada-U.S. Free Trade Agreement (FTA) of 1989 and the North American Free Trade Agreement (NAFTA) of 1994, which added Mexico to the partnership, were initially viewed with a great deal of skepticism in this country. And at first, the adjustment to the FTA was difficult. But, by the late 1990s, it was clear that freer trade in North America was bringing major benefits to Canada. FTA and NAFTA have opened up U.S. and Mexican markets, providing Canadian businesses with tremendous opportunities. They have also put pressure on our entrepreneurs to be more efficient—a challenge they have clearly risen to. Canadian exports have flourished, and consumers in this country now benefit from greater product choice and lower prices.

Under the FTA and NAFTA, we have achieved much freer trade in manufactured goods. And we have gone quite a distance with respect to certain services. But we still have problems in some key sectors. For example, we certainly have a long way to go when it comes to agriculture. And even though, nominally, we have free trade in forest products and steel, complications do arise because the United States retained its ability to apply trade-remedy laws. The current softwood lumber dispute is an example of the problems we face with U.S. trade-remedy laws, specifically anti-dumping and countervailing duties. It is partly because of such problems that some analysts in Canada have recently been advocating a customs union, or some type of common market, with the United States.

Clearly, some sections of NAFTA need further work if we are to eliminate all non-tariff barriers (such as countervailing and anti-dumping duties) and reduce the costs to industry of complying with a number of special rules, such as rules of origin. Dealing with these problems also means closer integration of regulatory regimes in North America.

Let me now turn from issues related to trade in goods and services to issues related to capital flows.

(ii) Free capital flows

Canada eliminated wartime foreign exchange controls in the early 1950s. Thus, for most of the post-war period, we have benefited greatly from the free movement of capital and from competition in financial markets.

Capital flows have played a very important role in Canada's development as a modern economy. Indeed, particularly through the 1950s, 1960s, and early 1970s, we were able to use foreign savings to finance the large investment projects that were necessary to develop our industrial infrastructure and increase our production potential, especially in the resource and manufacturing sectors. At the same time, Canadians have been able to set up businesses and pursue investment opportunities abroad. Through two-way direct investments Canada has also had access to, and benefited from, technological innovations and processes developed elsewhere.

In a North American context, freeing up capital flows has not been part of formal negotiations between Canada and the United States. In both countries, this has largely been a domestic endeavour. By that, I mean

that the integration of Canada-U.S. capital markets has proceeded as fast as we, and the Americans, have been able to reduce *domestic* impediments to freer capital flows.

(iii) Free movement of workers

Now, let me consider labour markets and the movement of labour between Canada and the United States.

Back in the 19th century, there was considerable labour mobility between the two countries. But the movement of workers across the border suffered a serious setback after the First World War, particularly in the wake of the Great Depression.

Today, the border between Canadian and U.S. labour markets is somewhat more open than it was at the end of the Second World War. But, in comparison with the markets for products and capital, it is still *the* least open. This is because of immigration policies and a multitude of different provincial, state, or federal licensing laws in the two countries. To achieve the full benefits of a single market, significant freeing up of laws and regulations that impede labour mobility would be needed. But I recognize that this is extremely difficult, particularly in a Canada-U.S.-Mexico context.

This completes my brief review of the key Canada-U.S. markets for goods and services, capital, and labour. Having done that, I believe that it would be fair to say that, although there are now fewer "formal" tariff and non-tariff barriers between the two countries than there were 15 years ago, the reality is that borders still do matter. As John Helliwell reminds us, "border effects are still too large to be ignored and too complex to be easily classed as good or bad."[1]

To achieve the full benefits of a single market, significant freeing up of laws and regulations that impede labour mobility would be needed.

1. Helliwell, J.F. 1998. *How Much Do National Borders Matter?* Washington, D.C.: The Brookings Institution.

(iv) Regulatory regimes

As I just pointed out in discussing labour markets, there are many non-tariff impediments to achieving the full benefits of economic integration.

Among these, importantly, are the different national, provincial, or state regulatory regimes. Here, it seems to me that one of the key questions we should be asking ourselves is whether we have given sufficient consideration to "harmonizing" a number of our regulations with those of the United States. By harmonizing, I mean working to make the regulations of the two countries compatible or convergent, but not necessarily identical.

My sense is that, on this score, we have made some but not much progress. I will expand on this point later.

Where Do We Go from Here?

So, where do we go from here?

Free trade within North America has brought us great benefits. Of that, there is no doubt. Ideally, though, what we should be striving for, as a country, is the removal of *multilateral* barriers to trade, so that the whole world can be open for business. The world community has been trying to do this since 1947. But it has been a very slow process because building consensus continues to be an uphill battle, as we are witnessing with the current Doha round of trade negotiations.

For me, free *world* trade is still the ideal. We in Canada cannot, and should not, lose sight of that goal by focusing *only* on free trade in North America. But, *if* we cannot tear down barriers multilaterally, we should at least continue to tear them down between provinces in Canada, between Canada and the United States, between Canada and Mexico and, indeed, throughout the Americas.

As I said earlier, a number of analysts in this country have recently been calling for fuller economic integration in North America—to be pursued through arrangements ranging from a customs union to some type of common market, and all the way to full economic and monetary union.

Of course, not everyone in Canada is convinced of the merits of fuller economic integration within North America. In fact, as you will probably hear later in this conference, many Canadians are concerned about the

implications of such a move for our political sovereignty and policy independence.

Once again, I am here as an economist. So I will leave the political questions aside and focus instead on the factors that I see as relevant in the context of pursuing fuller *economic* integration.

But I should point out that, although the interest for Canada in further integration is primarily economic, it is quite clear that the Americans see border security as an important element of that integration. So, as we in Canada consider deeper economic integration, we also have to consider what measures we would take to actually build a common security perimeter around North America. I do not intend to elaborate on this, since there are others at this conference who are much more knowledgeable and able to comment. But it is very important to recognize that, for our southern neighbours, security integration and economic integration are clearly linked.

With that, let me return to the question, Where do we go from here?

Let's start with *trade*. The key issue for Canada is to reduce "border risk," that is, guarantee Canadian producers and service providers access to U.S. markets without hassle and expense at the border, and without the risk of suddenly being shut out of those markets by some discretionary U.S. action. This is important.

Here are some of the steps that could help in this respect:

- a common external tariff—that is, a customs union and common border practices for imports from, and exports to, overseas markets
- harmonization of trade and commercial policies and regulation
- an end to the application of trade remedies within North America, and
- a uniform policy with respect to federal and state/provincial subsidies.

We could also work towards broadening NAFTA coverage to include agricultural products, although there are clear difficulties in this area. And we could work to remove barriers to trade in cultural, legal, financial, and communication services, although, here again, harmonizing regulatory regimes at the federal and state/provincial levels would be very difficult.

I must tell you that arriving at an agreement on measures to reduce border risk or to broaden the scope of NAFTA won't be easy. Most of the easier steps have already been taken. Remember, too, that the Americans have different concerns with respect to Mexico than they have with respect to us. There are many practical and political challenges to be overcome on the way. But if we could reach agreement on deepening and/or broadening NAFTA, it would be extremely valuable. It would spread the benefits of competition across more industries, reduce uncertainty stemming from unilateral trade actions, and greatly reduce non-tariff barriers (which are often even greater impediments to trade than tariffs). And if we could agree on common external trade rules and tariffs, rules of origin could be eliminated and matters at the border would be enormously simplified.

There are efficiency gains to be made from moving to common regulatory standards *in North America.*

Let me now turn from trade in goods and services to other issues related to economic integration, or what the Europeans call the creation of a "single market." These issues largely relate to the harmonization of regulatory regimes, not only with respect to the market for goods and services, but also the markets for capital and labour.

There are efficiency gains to be made from moving to common *regulatory standards* in North America. Not only would common standards reduce the costs of compliance, they would also allow our entrepreneurs to compete with the Americans on a more level playing field. But, as the European experience demonstrates, achieving such common standards is a long, painstaking, and difficult process. What the Europeans did, in many instances, was to write a whole new set of rules to replace the often very divergent rules in the 15 member countries of the European Union. We do not face as daunting a problem in North America (at least in Canada and the United States) because the basic structure and philosophy of the regulatory frameworks governing commerce, labour, and financial markets are similar—though far from identical. So the job of harmonization at the national level will be somewhat less onerous than in Europe. But it will still be a lengthy and difficult process. Furthermore, the

problem for us is that, given the size and weight of the United States, reaping the benefits of harmonization will mean that, by and large, we would probably have to move towards U.S. regulatory standards.

Clearly, there are some drawbacks to harmonizing our regulatory standards and procedures with those existing in the United States. U.S. standards may not always be absolutely ideal in a Canadian context. But the point is that we should not reject them out of hand because they are not perfect. Rather, we should assess them very carefully. And we should always be asking, Would we be better off adopting U.S. standards, so we can have harmonized regulatory regimes across North America, rather than adhering to our own, even though ours might be better suited to our unique circumstances?

What I'm saying is that, if we are going to preserve different regimes of economic regulation, we'd better have solid reasons for doing so. And we'd better make sure that the differences we maintain will indeed lead to better outcomes for Canadians.

To be sure, there are some things that we may want to do differently in Canada, based on social or political grounds. For example, one issue that Canadians are currently debating is the provision of health care and the regulation of public health and drugs. Immigration policy is another. All these issues deserve careful consideration. And we should encourage our analysts to examine closely the benefits and costs of maintaining divergent regimes versus the benefits and costs of pursuing regimes that move us closer to harmonization.

One last point I would like to make with respect to regulation is that, *domestically*, we have a big problem in Canada. I am referring, of course, to the diversity of provincial standards in such key areas as labour markets, financial markets, and the markets for some services. Different criteria for professional certification of tradespeople, different provincial securities regulations, and different rules related to transportation come readily to mind. By and large, this kind of diversity does not serve us well. So it is very important that we also harmonize regulatory standards at home.

While most of the regulatory integration issues I have spoken about tonight apply to labour and capital markets as well as markets for goods and services, I want to make a couple of points specifically related to further integration in labour and capital markets.

Labour market integration would be greatly aided if Canada and the United States had procedures in place—procedures that were rapid, simple, and inexpensive—to grant work permits allowing citizens of either country to cross the border to take up jobs. Needless to say, this would be easier to negotiate if we were to simultaneously adopt a common immigration security perimeter for North America, although, logically, adoption of such a perimeter is not a prerequisite.

So it is very important that we also harmonize regulatory standards at home.

To ensure that there are *real* welfare gains, initiatives to open up labour markets would also call for greater harmonization of licensing standards, so that people could actually be employed on both sides of the border. Of course, a good first step in this area would be harmonization of policies and adoption of common licensing standards in labour markets across provinces within Canada!

Canadian and U.S. capital markets are already highly integrated and, as I said earlier, Canadians (and Americans) have benefited greatly from this open, transparent, and competitive market. As we all seek to improve corporate governance and to achieve greater transparency in the wake of recent corporate scandals, this is a real opportunity to achieve greater harmonization of rules in North America—not to mention globally. There is a willingness at the moment, on the part of authorities everywhere, to try to find a reasonable mix of principles and rules for accounting standards and securities regulation. We should seize the opportunity—and I believe we are in the process of doing so—to achieve greater uniformity of standards, not only with the United States but also among Canadian provinces.

In sum, to achieve maximum economic benefits, harmonization of regulatory standards and practices, particularly with respect to capital and labour markets, should be a priority as we move forward.

Economic Integration and Monetary Union

One last issue I would like to address briefly tonight is that of monetary integration. I have been asked the question, *If* there was a political decision in Canada to

adopt policies of deeper North American integration, would it still make sense for us to keep our own currency? Or should we be thinking about adopting the U.S. dollar as our currency?

Monetary union is an issue that should be considered once we have made more progress towards establishing a single *market for goods and services, capital, and labour.*

First, let me stress that monetary union is an issue that should be considered once we have made more progress towards establishing a *single* market for goods and services, capital, and labour. Without a single, well-functioning market for labour, a single currency could impose great adjustment costs on workers. But suppose we were on track to achieve a single market. Should we then be thinking of a monetary union as well? The response to this, which I have set out in earlier speeches, is that it depends, to an important extent, on how close or how far apart are the industrial structures of the two countries.

Although it is always possible that at some future time those structures could converge (they could also diverge!), the reality is that, right now, they are quite different. This means that economic shocks tend to affect our two economies differently. In these circumstances, a separate floating currency facilitates adjustment to those shocks at least cost, in terms of lost output or higher inflation.

But *suppose* we were well on our way to achieving a true single market for goods and services, labour, and capital. Then it would be sensible to consider a common currency in the context of the industrial structures prevailing at that time, with a view to ascertaining whether the benefits of lower transaction costs associated with a common currency outweighed the higher costs of economic adjustment.

Conclusion

Let me wrap up by summarizing my main points.

Fundamentally, the decision to deepen economic integration in North America is a political one that Canadians and their governments will have to make.

From a purely *economic* perspective, I have, as an economist, a strong predilection for continuing to tear down barriers to trade—preferably, multilaterally, but, realistically, first within Canada and North America. Over the long haul, that is going to encourage a more efficient, productive economy, greater opportunities for Canadian entrepreneurs and workers, and, most importantly, higher living standards for Canadians.

I have, as an economist, a strong predilection for continuing to tear down barriers to trade—preferably, multilaterally, but, realistically, first within Canada and North America.

To be sure, certain costs *are* involved in all of this. Fuller integration with the United States could make us more vulnerable to fluctuations in economic activity in that country. And we may no longer be able to tailor policies to fully meet our own needs or to foster particular Canadian industries. These are issues that we ought to be aware of and analyze very carefully. But economic theory and our experience so far support the view that, on balance, the benefits of opening up to the rest of the world outweigh the costs.

Tonight, I have laid down some of the factors that I consider relevant in trying to come to a judgment about the desirability of further economic integration in North America, and about what needs to be done *if* Canadians decide to pursue this.

I am looking forward to the insights that others may have on this issue as the conference unfolds.

Fostering Confidence

Remarks by David Dodge
Governor of the Bank of Canada
to the Vancouver Board of Trade
Vancouver, British Columbia
10 September 2003

Good afternoon. It's great to be back in Vancouver and to renew acquaintances at the Board of Trade. I'm going to spend some time today discussing the Bank of Canada's outlook for the Canadian economy and inflation, and how we are responding. But in order to understand the current economic situation, we need to look at some of the extraordinary events of the past year or so and how those events have affected the economy.

My last public speech here was almost exactly a year ago. You will recall that, at the time, markets were still in turmoil in the wake of Enron, WorldCom, and other corporate governance and accounting scandals of late 2001 and early 2002. In the United States and Canada—as well as in many other countries—corporations, regulators, and governments were beginning to respond with measures aimed at restoring and maintaining investor confidence.

Then came 2003—which could well be named "The Year of the Shocks." There was the war in Iraq, which is still being played out. The worldwide outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS) was a blow to Canada and to Asia. The human toll of SARS in Toronto was accompanied by a severe drop in Canada's tourism and travel industry. We also had an isolated case of mad-cow disease that blocked our exports of beef and cattle. Many of these export restrictions remain. And the forest fires in British Columbia have caused extensive financial and emotional pain. Meanwhile, the softwood lumber dispute with the United States has not been resolved. And recently, Ontario suffered through North America's biggest-ever power outage.

However, the good news is that Canadian consumers and businesses have been remarkably resilient through the past year or two in the face of all these shocks. But these kinds of shocks can have a significant impact on consumer and business confidence, especially when they happen in quick succession.

Today, I want to talk about the role that confidence plays in our economy and the measures that are being taken to strengthen it. Trust and confidence are essential if markets are to operate efficiently, so that businesses can finance themselves in good times and bad. And Canadians need to maintain confidence in the macroeconomic framework so that we can all reap the benefits of a smoothly functioning economy.

The Role of Confidence in Monetary Policy

At the Bank of Canada, we spend a lot of time thinking about confidence, because it is important to the conduct of monetary policy, which is focused on inflation targeting. We aim to keep the trend of inflation at the 2 per cent target midpoint of a 1 to 3 per cent range. When the trend strays away from that midpoint, either upwards or downwards, we take action to return it to 2 per cent over the medium term. We do that by adjusting our target for the overnight interest rate.

Over the past decade or so, we have successfully kept inflation at around 2 per cent, on average. Here's where the confidence factor enters into the equation: Canadians now expect that inflation will stay near the target—not just for the near term, but into the future. They believe that the value of their earnings and savings

won't be eroded by inflation and that the real burden of their debt won't be increased by deflation.

That confidence has paid a real dividend in terms of monetary policy effectiveness. Inflation targeting works best when Canadians *believe* that it will work—in other words, when they have confidence that we will keep inflation near the 2 per cent target.

With this confidence, inflation and inflation expectations, as well as interest rates, have become more stable—and this benefits the whole economy.

Inflation targeting works best when Canadians believe that it will work—in other words, when they have confidence that we will keep inflation near the 2 per cent target. With this confidence, inflation and inflation expectations, as well as interest rates, have become more stable—and this benefits the whole economy.

How did we achieve this confidence dividend? By establishing a track record of credible, consistent monetary policy, together with greater accountability and transparency. Like many other major central banks, we have embraced the notion that monetary policy is more effective when people can understand what their central bank is doing and why. That is the motivation behind our semi-annual *Monetary Policy Reports* and *Updates*, our eight interest rate announcements every year, and our many public appearances and speeches.

Of course, monetary policy does not function in isolation. It works best when it is complemented by fiscal policies aimed at avoiding deficits and lightening government debt burdens. Reducing, and ultimately eliminating, the federal deficit in the 1990s helped Canada's international credibility, lowered the risk premium demanded by investors, and gave Canada more flexibility to adjust to changing economic circumstances. And continued fiscal prudence has given us the flexibility to weather the recent economic turmoil rather well.

Canadians have now seen the benefits of low, stable, and predictable inflation, and balanced budgets. And they expect that their central bank and their governments will continue to deliver those benefits through responsible monetary policy and prudent fiscal management.

Confidence in Markets

So, good monetary and fiscal policies deliver a confidence dividend. But, of course, trust and transparency are crucial factors all across the economy and the financial system. We all know that a business will not last long if it squanders the confidence of its customers, suppliers, and investors.

The corporate finance and accounting scandals of 2001 and 2002 hurt more than just profits and portfolio gains. They also sideswiped the confidence of financial market participants. The problems that brought down Enron, WorldCom, and others were not limited to those companies. In fact, the international task force appointed by the International Federation of Accountants—and chaired by John Crow, a former Bank of Canada Governor—correctly notes that Enron was the event which, by its sheer size, awoke many to issues that had been significant for some time.

What's encouraging is that this awakening has happened quickly and that considerable effort is being made to address those issues and reinforce trust in the financial system. The Sarbanes-Oxley Act in the United States, for example, is aimed at restoring trust in corporate financial reporting. Other international efforts are underway to improve both reporting and monitoring of public companies.

In Canada, federal and provincial governments have been working with the private sector to review and improve the framework governing public companies and capital markets. These initiatives are summarized in a document entitled *Fostering Investor Confidence in Canadian Capital Markets*, which can be found on the Department of Finance's Web site.

Efforts are focused on four areas:

- improving financial reporting and disclosure
- enhancing the quality of the audit process
- strengthening corporate governance and management accountability, and
- toughening enforcement

All of these efforts are aimed at building the confidence needed to allow markets to protect the interests of investors and creditors and to operate efficiently so that businesses can finance their operations at the lowest cost.

Steps to Foster Confidence

Let's look first at what's been done to date to improve financial reporting and disclosure. Our system, which has already worked quite well for Canadians, is being strengthened. The proposed new changes are aimed at building confidence while keeping compliance costs relatively low.

New guidelines on continuous disclosure obligations of public companies are being drafted by the Canadian Securities Administrators. The goal is to implement them by January 2004. There are also new guidelines from the Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) on stock options, financial guarantees, and off-balance-sheet arrangements. And the Investment Dealers Association (IDA) has developed new rules to promote the independence of financial analysts.

To improve the quality of the audit process, a new Canadian Public Accountability Board will oversee the practices of firms that audit publicly listed companies. Its chairman is Gordon Thiessen, my predecessor as Governor of the Bank of Canada. And David Scott, a senior partner with PricewaterhouseCoopers, was recently appointed as CEO. The Board will inspect audit firms and will make recommendations on accounting and assurance standards, rules of conduct, and governance practices. Its efforts are being augmented by the new Auditing and Assurance Standards Oversight Council, which is designed to provide perspectives from outside the accounting profession on the oversight and setting of corporate audit standards.

Critical initiatives to restore investor confidence are also being taken in the areas of corporate governance and management accountability. Most importantly, many companies have taken, or are taking, action on their own in this regard. Their efforts are being supported by the actions of provincial securities commissions. In January, the Office of the Superintendent of Financial Institutions released new guidelines on corporate governance for federally incorporated financial institutions. In last February's budget, the federal government announced a plan to strengthen the corporate governance standards in the Canada Business Corporations Act and the financial institutions statutes.

Institutional investors have also been pushing for better corporate governance practices and management accountability. They have established the Canadian Coalition for Good Governance, chaired by Michael Wilson, former Minister of Finance. The Coalition recently published new *Corporate Governance Guidelines for Building High Performance Boards*.

There has been a perception that the authorities have not been vigilant in enforcing the rules with respect to fraud and insider trading violations. Recent studies suggest that Canadian firms pay a penalty, in terms of their market valuations, as a result of this perception. That is why it is encouraging to see that steps have been taken to toughen enforcement. The B.C. government has draft legislation to increase fines, give more power to the provincial Securities Commission, and increase the rights of investors. Ontario and Quebec have passed legislation to increase penalties and to broaden the investigative powers of their securities commissions. New guidelines from the IDA include stiffer penalties for securities dealers that break IDA rules.

In last February's budget, the federal government announced stronger enforcement measures to combat fraud in capital markets. Amendments to the Criminal Code will make it easier to prosecute lawbreakers. More money will be dedicated to investigating serious cases of capital market fraud. And special teams of investigators, forensic accountants, and lawyers will be set up in key financial centres.

These are just some examples of the progress that has been made in Canada by companies, regulators, and governments to build investor confidence in our financial markets. Of course, these efforts also promote better corporate decision-making, greater efficiency, and stronger corporations. That is why it's in the interest of all of us that we make further progress.

What should we bear in mind as we continue to make these improvements? First, we must not be lulled into thinking that all the problems are behind us. Unless we remain vigilant and rigorous in our efforts, we risk squandering the good work done so far.

Second, while we must apply the same principles to all companies, they must be applied in ways that do not impose undue compliance costs, especially on smaller businesses.

Third, while our standards don't have to be identical to those in other countries, they must be seen to be as effective. Canadian and U.S. capital markets are already

highly integrated, and Canadians (and Americans) have benefited greatly from these open, transparent, and competitive markets.

Indeed, since world markets are increasingly integrated, there is a great benefit to having standards that are *globally* consistent. Right now, there appears to be willingness on the part of authorities in a number of countries to find a reasonable mix of principles and rules for accounting standards and securities regulation that could be applied globally. The International Accounting Standards Board and the U.S. Financial Accounting Standards Board are cooperating in such an undertaking, with the support of other countries, including Canada. It is important that Canada continue to work towards sensible global standards. We must identify how our practices should change to fit those standards in order to help our capital markets stay competitive in an increasingly global environment.

Markets work more efficiently when they all operate under clear, transparent, and reasonable rules and principles—both internationally, and also within Canada. That is why we at the Bank of Canada encourage efforts to achieve uniform securities law, regulation, and enforcement across this country.

Finally, as we set new rules to promote confidence, we must be careful to avoid creating a regime that stifles financial market innovation. We need to create a framework that balances the necessity for effective and enforceable rules to promote confidence with the need to facilitate new and innovative methods of corporate financing to improve the allocation of capital.

This type of framework is the best support we can provide for the efficient operation and continued growth of our financial markets. But it won't do the whole job. A sound legal and regulatory framework must be combined with strong and widespread ethical standards. CEOs and other corporate officers must take it upon themselves to communicate with investors clearly, openly, and fairly. Investors, for their part, have a responsibility to take into account all available information. And regulators, politicians, and public servants must all perform their functions in a way that reinforces trust. We all benefit when everyone plays by the rules. Only by reaffirming the integrity of individuals, corporations, and public institutions can we restore and maintain the confidence dividend.

Indeed, as I said at the outset, the resiliency of Canadian consumers, investors, and businesses has helped us weather recent economic shocks. Confidence will be critical to strengthening our economy in the months ahead and to a sustained expansion over the medium term. So let me now briefly discuss the Bank's views on the economy and inflation.

We all benefit when everyone plays by the rules. Only by reaffirming the integrity of individuals, corporations, and public institutions can we restore and maintain the confidence dividend.

The Current Economic Situation

Since our *Monetary Policy Report Update* in July, inflation pressures in Canada have continued to ease. Part of the recent decline in inflation has come from an increase in the amount of slack in the economy. The pace of growth in the second quarter of this year was interrupted by a number of near-term factors, especially SARS and trade restrictions on Canadian exports of cattle and beef because of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE). Growth in the third quarter will also likely remain below the economy's potential because of the remaining trade restrictions on beef and cattle, as well as the effects of the power blackout in Ontario and of forest fires in Western Canada.

The prices of some services have been temporarily depressed by SARS. In addition, there has been a greater-than-anticipated reduction in the prices of a number of goods, such as motor vehicles, clothing, and household furniture and appliances. We had expected our core rate of inflation—which strips out the eight most volatile components of the consumer price index, as well as the effect of changes in indirect taxes on the remaining components—to decline below the 2 per cent target. In fact, that happened earlier than the Bank had anticipated. Our core inflation measure is likely to decline somewhat further in the next few months. And we see the trend of inflation remaining below the 2 per cent target for some time.

As I've said, part of this lower trend in inflation is a result of the slack in the economy that has opened up

in 2003. In addition, prices of many traded goods have fallen worldwide because of excess supply. The rise in the Canadian dollar earlier this year pulled down the price of imported goods, and some retailers have passed on these savings to consumers. As well, vendors are lowering prices to clear their inventory, especially in the automobile sector. Price pressures that we saw from higher insurance premiums earlier this year appear to be dissipating as the year progresses.

The total CPI inflation rate has come down from 4.6 per cent in February to 2.2 per cent recently, because of the decline in core inflation and because of smaller increases in energy prices. Swings in energy prices remain a risk to our total inflation outlook in the months ahead, although we assume oil prices of about US$27 per barrel in 2004.

Despite current weakness, the accumulation of economic evidence to date reinforces the Bank's view that growth in the Canadian economy will strengthen towards the end of 2003 and through 2004.

Notwithstanding the temporary factors that have affected the economy in the second and third quarters of this year, we see indications that the conditions are in place for stronger economic growth. Here's why. Growth of final domestic demand has remained robust, and the adverse effects of the shocks that I just mentioned are beginning to dissipate. The economic rebound in the United States began earlier, and will be stronger, than previously expected. More robust consumer demand and strengthening business investment in the United States should augur well for Canadian exports. We are also seeing a strengthening trend in Asia. As well, the tone of capital markets remains favourable.

So, despite current weakness, the accumulation of economic evidence to date reinforces the Bank's view that growth in the Canadian economy will strengthen towards the end of 2003 and through 2004.

Last week, we lowered our target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point, to 2 3/4 per cent. With this decision, policy interest rates will support the return to levels of economic activity that are consistent with an overall balance between supply and demand in the economy. Achieving that balance will work to return inflation to the target over the medium term.

Conclusion

Canadians have been through a lot this year. But each shock also represented an opportunity—to learn, to improve our ability to handle a crisis, and to strengthen our sense of community.

No one can predict what kind of shocks our economy will face in the future, but we know that shocks will occur. What's important is that we have a robust economic and financial framework that allows us to deal with those disturbances and to seize opportunities as they arise. It is that strong framework that gives businesses and investors the confidence to take risks and to innovate.

No one can predict what kind of shocks our economy will face in the future, but we know that shocks will occur. What's important is that we have a robust economic and financial framework that allows us to deal with those disturbances and to seize opportunities as they arise.

We are making progress in building the framework that supports the confidence dividend. During the 1990s, we improved our fiscal and monetary policies. Now, as I have described, we're working to make our financial systems more robust and efficient.

These continuing efforts promote confidence. They improve our ability to withstand all types of economic shocks and to capitalize on opportunities.

BANK OF CANADA
Publications price list

Bank of Canada Review ISSN: 0045-1460 (published quarterly)	
Delivery in Canada	CAN $25
Delivery to the United States	CAN $25
Delivery to all other countries	CAN $50
Single copies	CAN $7.50
Bank of Canada Banking and Financial Statistics ISSN: 1488-4186 (published monthly)	
Delivery in Canada	CAN $55
Delivery to the United States	CAN $55
Delivery to all other countries	CAN $120
Single copies	CAN $5

The following may subscribe at one-half of the regular price:

- *Canadian governmental libraries*
- *Canadian public libraries*
- *Libraries of both Canadian and foreign educational institutions*

All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable.

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from:

Publications Distribution
Communications Department
Bank of Canada
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Remittance in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call

(613) 782-8248

or e-mail

PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca

BANQUE DU CANADA
Prix des publications

Revue de la Banque du Canada ISSN : 0045-1460 (publication trimestrielle)	
Livraison au Canada	25 $ CAN
Livraison aux États-Unis	25 $ CAN
Livraison dans les autres pays	50 $ CAN
Exemplaire à l'unité	7,50 $ CAN
Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada ISSN : 1488-4186 (publication mensuelle)	
Livraison au Canada	55 $ CAN
Livraison aux États-Unis	55 $ CAN
Livraison dans les autres pays	120 $ CAN
Exemplaire à l'unité	5 $ CAN

Le tarif d'abonnement est réduit de moitié pour :

- *les bibliothèques des ministères gouvernementaux canadiens;*
- *les bibliothèques publiques canadiennes;*
- *les bibliothèques des établissements d'enseignement canadiens et étrangers.*

Ajouter la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au :

Service de la diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9.

Les paiements doivent être faits en DOLLARS CANADIENS à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, veuillez composer le :

(613) 782-8248

ou envoyer un courriel à

PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca

Bank of Canada Banque du Canada

Ottawa, Canada K1A 0G9

WEEKLY FINANCIAL STATISTICS PRICE LIST

(ISSN: 005-5158)

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from: Publications Distribution Section, Bank of Canada, Communications Department, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9. Remittances in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call (613) 782-8248.

LISTE DES PRIX DU BULLETIN HEBDOMADAIRE DE STATISTIQUES FINANCIÈRES

(ISSN : 005-5158)

Pour s'abonner aux publications de la Banque du Canada ou en obtenir des exemplaires, il suffit de s'adresser au Service de diffusion des publications, Banque du Canada, département des Communications, Ottawa, Ontario, CANADA K1A 0G9. Les paiements doivent être libellés EN DOLLARS CANADIENS et faits à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, composer le (613) 782-8248.

Regular subscription		***Abonnement ordinaire***	
Delivery in Canada by mail or at Bank of Canada regional offices	CAN $55.00	*Livraison au Canada par la poste ou aux bureaux régionaux de la Banque du Canada*	55 $ CAN
Delivery to the United States	CAN $70.00	*Livraison aux États-Unis*	70 $ CAN
Delivery to all other countries	CAN $110.00	*Livraison dans les autres pays*	110 $ CAN
Library subscription*		***Abonnement pour bibliothèques****	
Delivery in Canada	CAN $45.00	*Livraison au Canada*	45 $ CAN
Delivery to the United States	CAN $55.00	*Livraison aux États-Unis*	55 $ CAN
Delivery to all other countries	CAN $85.00	*Livraison dans les autres pays*	85 $ CAN
Single copies		***Achats à l'exemplaire***	
Delivered by mail	CAN $2.00	*Livraison par la poste*	2 $ CAN
Picked up at Bank of Canada regional offices	CAN $1.25	*Aux bureaux régionaux de la Banque du Canada*	1,25 $ CAN
➢ Back copies of the WEEKLY FINANCIAL STATISTICS will not be available		➢ *Les anciens numéros du BULLETIN ne sont pas disponibles.*	
➢ All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable		➢ *Ajouter au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada la TPS et la taxe de vente provinciale, s'il y a lieu.*	
* Rates for libraries of the government of Canada, including Crown corporations and agencies, libraries of Canadian provincial and municipal governments, public libraries and libraries of Canadian and foreign educational institutions.		* *Tarifs pour les bibliothèques des ministères fédéraux, des sociétés et des organismes d'État, ainsi que des gouvernements provinciaux et municipaux, pour les bibliothèques publiques et pour les bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada et à l'étranger.*	

GST Registration Number
Numéro d'inscription pour la TPS 119332377

Fax Number
N° de télécopieur (613) 782-8874

E-mail
Courrier électronique publications@bank-banque-canada.ca

A1 Summary of Key Monetary Policy Variables

Monthly		Inflation-control target (12-month rate)			Policy instrument			Monetary conditions			Monetary aggregates (12-month growth rate)			Inflation indicators					
		Target range	CPI	Core CPI*	Operating band for overnight rate (end of month)		Overnight money market rate	Monetary conditions index (January 1987=0)	90-day commercial paper rate	C-6 trade-weighted exchange rate (1992=100)	Gross M1	M1++	M2++	Yield spread between conventional and Real Return Bonds	Total CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes	CPIW	Unit labour costs	IPPI (finished products)	Average hourly earnings of permanent workers
					Low	High													
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
1999	O	1-3	2.3	1.6	4.25	4.75	4.61	-6.20	5.05	82.61	6.1	5.4	5.0	2.31	1.6	1.7	0.1	0.6	2.8
	N	1-3	2.2	1.4	4.50	5.00	4.77	-6.05	5.05	82.98	8.2	6.0	4.9	2.06	1.5	1.7	-0.3	-	2.9
	D	1-3	2.6	1.4	4.50	5.00	4.76	-5.46	5.27	83.90	9.8	6.8	5.5	2.22	1.6	1.7	0.8	1.3	3.2
2000	J	1-3	2.3	1.2	4.50	5.00	4.77	-5.09	5.25	84.87	9.2	6.2	5.7	2.25	1.3	1.5	1.0	0.7	3.5
	F	1-3	2.7	1.3	4.75	5.25	4.97	-5.54	5.31	83.58	11.2	7.7	6.2	1.91	1.6	1.6	1.8	2.1	3.1
	M	1-3	3.0	1.4	5.00	5.50	5.25	-5.16	5.46	84.17	12.3	8.9	6.4	2.04	1.5	1.7	1.3	1.5	3.0
	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.6	9.5	7.2	2.28	1.2	1.3	5.2	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.6	8.2	6.6	1.82	1.3	1.4	1.4	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.5	9.3	7.2	1.84	1.4	1.6	2.7	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.7	9.3	7.6	1.90	1.5	1.7	2.5	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	16.0	8.6	7.1	1.84	1.5	1.6	3.3	2.3	3.4
	S	1-3	2.7	1.0	5.50	6.00	5.74	-5.45	5.83	82.53	17.4	9.3	7.0	2.07	1.3	1.5	4.6	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.4	9.6	7.5	2.09	1.5	1.6	3.4	3.5	3.7
	N	1-3	3.2	1.5	5.50	6.00	5.75	-6.22	5.89	80.49	15.8	9.5	7.4	2.00	1.8	1.8	4.3	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.6	10.2	7.9	2.14	1.9	2.0	3.9	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.4	9.2	7.7	2.36	2.0	2.0	4.1	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.6	7.6	2.27	2.0	1.9	3.8	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.3	7.8	7.4	2.34	1.7	1.9	4.1	3.8	3.7
	A	1-3	3.6	2.3	4.50	5.00	4.74	-7.71	4.49	80.28	11.3	7.3	7.2	2.36	1.9	2.4	-	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.7	9.0	7.8	2.45	2.0	2.5	3.1	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	10.0	8.0	7.2	2.36	1.9	2.4	2.9	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.6	8.4	7.0	2.28	2.1	2.4	3.3	2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	9.2	8.8	7.1	1.99	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.7	10.8	7.6	2.18	2.0	2.3	1.8	3.5	2.3
	O	1-3	1.9	2.2	2.50	3.00	2.74	-10.59	2.45	78.28	12.0	10.9	7.9	1.71	1.8	2.1	2.5	1.4	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.7	13.2	8.7	1.91	1.4	1.7	1.9	0.6	3.0
	D	1-3	0.7	1.6	2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33	14.2	14.0	7.6	1.93	1.3	1.6	2.4	1.0	3.3
2002	J	1-3	1.3	1.8	1.75	2.25	1.99	-10.82	2.07	78.63	14.4	15.6	8.0	1.95	1.4	1.8	2.1	2.0	3.5
	F	1-3	1.5	2.2	1.75	2.25	1.99	-11.07	2.16	77.84	12.6	15.5	7.5	1.96	1.4	2.1	1.1	1.5	3.4
	M	1-3	1.8	2.1	1.75	2.25	1.99	-10.61	2.36	78.45	12.2	15.7	7.0	2.30	1.8	2.1	1.2	1.1	3.2
	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.24	-10.07	2.46	79.48	11.7	15.2	6.9	2.29	1.9	2.1	0.5	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.25	-9.31	2.68	80.79	12.0	14.4	6.7	2.24	2.0	1.9	1.8	-0.3	2.4
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.50	-9.12	2.78	80.99	13.5	15.7	6.9	2.32	2.1	1.9	1.2	0.6	2.7
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.74	-10.40	2.88	77.71	13.9	14.9	6.8	2.28	2.1	2.0	0.7	0.5	2.8
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.74	-9.68	3.09	78.90	14.4	15.4	6.8	2.18	2.2	2.4	1.4	1.3	3.0
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.27	2.90	77.97	11.2	12.7	6.2	2.18	2.3	2.3	0.9	0.9	2.8
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.06	2.83	78.63	11.7	12.5	5.7	2.18	2.5	2.4	1.4	2.1	2.7
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.74	-10.21	2.85	78.24	9.8	10.3	4.8	2.15	3.1	3.0	2.2	1.8	2.5
	D	1-3	3.9	2.7	2.50	3.00	2.74	-9.80	2.83	79.24	7.2	8.1	3.7	2.09	3.3	2.4	1.6	2.1	1.9
2003	J	1-3	4.5	3.3	2.50	3.00	2.74	-9.34	2.91	80.15	7.8	7.4	3.6	2.27	3.3	2.9	1.6	1.1	1.9
	F	1-3	4.6	3.1	2.50	3.00	2.75	-8.61	2.97	81.78	7.3	6.4	3.2	2.40	3.3	2.9	1.8	1.1	2.1
	M	1-3	4.3	2.9	2.75	3.25	2.99	-7.72	3.28	83.22	6.5	5.6	3.1	2.50	3.1	2.7	1.8	0.1	1.8
	A	1-3	3.0	2.1	3.00	3.50	3.24	-6.92	3.35	85.07	7.0	5.6	3.1	2.28	2.8	2.1	2.9	-1.5	1.3
	M	1-3	2.9	2.3	3.00	3.50	3.24	-6.02	3.27	87.60	7.7	5.7	3.5	2.12	2.5	2.2	1.9	-2.8	1.8
	J	1-3	2.6	2.1	3.00	3.50	3.24	-5.11	3.11	90.45	7.9	6.0	3.3	2.04	2.1	2.0	2.3	-3.7	1.4
	J	1-3	2.2	1.8	2.75	3.25	2.99	-6.60	2.89	87.07	10.1	7.4	3.6	2.25	1.7	1.9		-2.1	2.1
	A	1-3	2.0	1.5	2.75	3.25	3.00	-6.68	2.80	87.11	9.5	7.4		2.29	1.7	1.7		-2.8	2.1
	S				2.50	3.00	2.75	-5.93	2.64	89.52				2.15					

* New definition for core CPI as announced on 18 May 2001: CPI excluding the eight most volatile components: fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs, as well as the effect of changes in indirect taxes on the remaining CPI components

A2 Major Financial and Economic Indicators

Rates of change based on seasonally adjusted data, percentage rates unless otherwise indicated

	Year, quarter, and month	Money and credit									Output and employment				
		Monetary aggregates					Business credit		Household credit		GDP in current prices	GDP volume (millions of chained 1997 dollars, quarterly)	GDP by industry (millions of 1997 dollars, monthly)	Employment (*Labour Force Information*)	Un-employment rate
		Gross M1	M1+	M1++	M2+	M2++	Short-term business credit	Total business credit	Consumer credit	Residential mortgages					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	1990	1.4	5.1	8.0	11.8	9.2	7.8	9.8	9.5	14.4	3.4	0.2		0.8	8.1
	1991	2.6	5.0	2.9	8.6	7.6	1.0	3.4	2.3	8.2	0.8	-2.1		-1.8	10.3
	1992	7.0	4.3	0.2	5.8	7.1	-3.4	1.8	1.7	8.4	2.2	0.9		-0.7	11.2
	1993	9.5	5.2	-0.7	4.2	6.6	-6.4	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.8	11.4
	1994	13.2	8.5	1.4	1.9	6.8	1.6	4.8	7.8	6.4	6.0	4.8		2.0	10.4
	1995	6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.5	5.1	7.4	3.7	5.1	2.8		1.9	9.4
	1996	12.2	8.3	3.3	4.4	6.8	1.4	5.5	7.0	4.2	3.3	1.6		0.8	9.6
	1997	16.9	11.4	7.2	0.9	7.2	7.6	10.0	10.2	5.6	5.5	4.2		2.3	9.1
	1998	10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.6	11.6	10.3	4.9	3.7	4.1	3.8	2.7	8.3
	1999	7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	1.9	6.2	7.9	4.5	7.4	5.5	5.6	2.8	7.6
	2000	14.7	10.6	8.9	5.9	7.0	6.6	7.5	12.7	4.7	9.5	5.3	5.5	2.6	6.8
	2001	12.1	10.4	9.7	6.6	7.6	-1.1	5.5	7.2	4.2	3.0	1.9	2.0	1.1	7.2
	2002	12.0	11.0	13.7	7.4	6.4	-5.6	3.6	6.9	7.3	4.3	3.3	3.5	2.2	7.7
Annual rates	1999 III	6.6	8.0	6.8	6.3	6.5	-	6.7	9.7	6.0	10.4	5.8	7.3	2.8	7.5
	IV	9.9	6.0	4.7	4.6	5.2	-0.1	5.7	12.4	4.1	8.0	6.8	7.1	3.2	7.0
	2000 I	20.5	13.1	11.8	7.8	8.3	11.2	8.3	17.0	5.5	11.2	5.7	6.2	3.4	6.8
	II	22.0	16.1	12.9	6.5	8.0	16.5	10.7	13.1	5.8	10.7	4.2	3.5	1.5	6.7
	III	14.8	9.1	7.1	5.7	7.4	3.4	5.3	10.9	2.3	8.5	5.3	4.5	1.4	6.9
	IV	8.4	9.8	7.4	2.9	6.8	6.7	7.2	7.9	3.9	3.8	1.7	2.3	3.0	6.9
	2001 I	11.2	8.1	6.7	7.2	8.2	-0.7	6.0	5.5	3.3	4.9	1.3	1.5	0.6	6.9
	II	9.8	12.0	11.3	8.1	7.2	-14.9	2.0	5.9	3.5	0.7	1.1	1.5	0.6	7.1
	III	11.4	8.6	12.0	6.3	6.7	-3.0	5.4	6.2	6.7	-5.0	-0.7	-0.6	-0.1	7.2
	IV	21.2	16.2	21.2	12.6	10.0	-1.7	5.3	5.0	7.5	-1.4	3.8	2.9	0.5	7.6
	2002 I	10.3	14.4	18.1	7.6	6.0	-9.7	4.5	5.4	7.0	9.2	5.8	6.3	3.1	7.8
	II	7.1	6.4	9.5	4.3	4.5	-4.4	1.9	8.8	8.1	10.6	3.8	4.8	3.6	7.6
	III	14.4	8.8	9.0	7.5	5.9	-3.1	1.9	9.7	8.7	4.9	2.7	3.1	3.5	7.6
	IV	6.5	5.0	4.9	2.8	2.4	-3.7	2.2	10.4	8.0	6.1	1.6	1.9	3.2	7.6
	2003 I	1.2	0.9	2.6	3.4	0.4	-0.2	4.0	7.2	7.1	10.5	2.6	2.0	2.2	7.4
	II	8.5	5.5	6.5	7.0	4.4	-0.8	1.8	6.8	6.5	-1.7	-0.3	-0.3	0.4	7.7
	III														
Last three months		23.9	15.0	15.8	9.0	6.9	-3.6	0.9	8.0	7.6			1.1	0.5	8.0
Monthly rates	2002 S	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	-0.7	0.1	0.8	0.5			-	0.2	7.7
	O	1.0	0.6	0.6	0.4	0.3	-0.1	0.1	0.8	0.9			0.3	0.2	7.6
	N	-0.1	0.3	0.3	-	0.2	-0.3	0.3	0.8	0.5			-	0.3	7.5
	D	-0.2	-0.5	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	0.2	0.7	0.4			0.2	0.3	7.5
	2003 J	0.8	0.6	0.7	1.0	0.6	0.3	0.3	0.4	0.9			0.3	-	7.4
	F	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	0.2	0.5	0.7	0.5			0.1	0.4	7.4
	M	-0.3	-0.1	-	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2			-0.1	0.1	7.3
	A	0.7	0.5	0.6	0.6	0.4	-0.3	-	0.7	0.6			-0.2	-0.1	7.5
	M	1.5	0.7	0.8	1.0	0.8	-0.3	-	0.5	0.8			0.2	-0.1	7.8
	J	1.9	1.4	1.4	0.6	0.5	-	0.1	0.6	0.4			0.1	0.3	7.7
	J	3.2	1.9	1.9	0.8	0.8	-0.6	-	1.5	0.9			0.6	-0.1	7.8
	A	0.3	0.7	0.8			-0.7	0.1						-0.1	8.0
	S														

A2 (Continued)

Capacity utilization rate		Prices and costs				Wage settlements		Bank of Canada commodity price index (unadjusted)		Securities mid-market yield			Year, quarter, and month
Total industrial	Manufacturing industries	CPI	Core CPI*	GDP chain price index	Unit labour costs	Public sector	Private sector	Total	Non-energy	Treasury bills 3-month	Canada 10-year benchmark bonds	Canada 30-year Real Return Bonds	
(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	
81.6	78.2	4.8	3.5	3.2		5.6	5.5	0.6	-5.2	11.51	10.34		1990
78.3	74.2	5.6	2.8	2.9		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45	1991
78.2	76.4	1.5	1.8	1.3		2.0	2.4	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62	1992
80.0	79.9	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
82.4	83.5	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
81.6	83.9	2.2	2.3	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
81.2	82.8	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
82.5	83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
83.3	84.3	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
84.2	85.8	1.7	1.4	1.7	0.1	1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
85.4	86.2	2.7	1.3	4.0	3.0	2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
82.3	81.9	2.6	2.1	1.1	2.7	3.3	2.8	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001
82.2	83.5	2.2	2.3	0.9	1.4	2.9	2.6	-6.2	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002
84.6	86.2	2.7	1.8	4.0	-0.7	2.3	2.4	34.2	13.8	4.66	5.77	4.05	1999 III
85.1	86.2	2.4	0.9	1.2	1.3	2.3	3.8	14.5	1.4	4.85	6.18	4.01	IV
85.5	86.4	2.8	0.6	5.2	3.6	2.4	3.0	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80	2000 I
85.4	86.0	1.7	1.3	6.3	8.5	2.5	2.6	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77	II
85.4	86.4	4.0	1.8	3.1	0.8	2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60	III
85.1	85.9	4.2	2.5	2.3	2.6	3.1	2.3	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42	IV
83.7	83.3	1.4	1.7	3.4	4.1	3.9	2.5	11.6	-5.5	4.58	5.41	3.45	2001 I
83.4	83.0	4.7	2.9	-0.4	0.4	3.0	3.0	-16.0	23.0	4.30	5.73	3.53	II
81.5	81.2	0.3	2.1	-4.4	2.8	3.7	2.7	-38.4	-22.2	3.05	5.32	3.68	III
80.4	80.1	-1.8	0.7	-5.2	1.7	3.0	2.4	-41.5	-30.8	1.95	5.44	3.76	IV
81.4	82.1	3.4	2.9	3.1	1.1	3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68	2002 I
82.3	83.6	3.6	3.0	6.6	-0.9	2.7	2.5	39.0	-1.8	2.70	5.37	3.42	II
82.8	84.4	4.3	2.8	2.3	2.2	3.2	2.4	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25	III
82.4	84.0	4.0	2.3	4.5	4.7	3.3	3.5	20.5	-4.0	2.63	4.88	3.33	IV
82.5	83.7	5.7	4.1	7.5	1.1	2.9	2.4	82.4	14.1	3.14	5.13	3.08	2003 I
81.2	82.5	-2.4	-0.7	-1.4	1.5	3.2	0.7	-17.2	14.8	3.07	4.37	2.99	II
								0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	III
		-0.1	0.1		1.5			0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	
		0.1	0.1		0.2			3.2	-	2.83	4.92	3.25	2002 S
		0.5	0.2		0.4			2.0	-0.4	2.73	5.16	3.45	O
		0.4	0.4		0.6			-2.8	-0.5	2.71	5.18	3.43	N
		-0.1	-0.2		0.2			6.7	0.8	2.63	4.88	3.33	D
		1.1	0.8		-0.1			6.1	0.8	2.83	5.02	3.22	2003 J
		0.4	0.2		0.1			13.5	3.4	2.88	4.93	3.06	F
		-0.1	-		-			-8.4	-0.4	3.14	5.13	3.08	M
		-0.7	-0.5		0.2			-6.1	0.5	3.19	4.90	3.13	A
		-0.1	0.4		-			3.3	1.8	3.16	4.50	3.00	M
		0.1	-0.1		0.2			3.2	2.6	3.07	4.37	2.99	J
		0.1	-					-3.4	-0.2	2.81	4.78	3.15	J
		0.3	-					1.6	2.2	2.71	4.96	3.15	A
								-1.8	3.6	2.58	4.64	3.08	S

* New definition for core CPI as announced on 18 May 2001: CPI excluding the eight most volatile components: fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs, as well as the effect of changes in indirect taxes on the remaining CPI components

A2 (Continued)

	Year, quarter, and month	Government surplus or deficit (-) on a national accounts basis (as a percentage of GDP)		Balance of payments (as a percentage of GDP)		U.S. dollar, in Canadian dollars, average noon spot rate
		Government of Canada	Total, all levels of government	Merchandise trade	Current account	
		(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
	1990	-4.9	-5.8	1.6	-3.4	1.1668
	1991	-5.4	-8.4	1.0	-3.7	1.1458
	1992	-5.1	-9.1	1.3	-3.6	1.2083
	1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
	1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
	1995	-3.9	-5.3	4.4	-0.8	1.3726
	1996	-2.0	-2.8	5.1	0.5	1.3636
	1997	0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
	1998	0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
	1999	0.9	1.6	4.3	0.3	1.4858
	2000	1.8	3.0	6.3	2.9	1.4852
	2001	1.2	1.4	6.4	2.4	1.5484
	2002	1.0	0.8	5.0	2.0	1.5704
Annual rates	1999 III	1.5	3.1	4.9	0.7	1.4860
	IV	1.8	2.1	4.4	0.5	1.4726
	2000 I	1.8	2.2	5.6	2.6	1.4538
	II	1.3	3.2	6.0	2.6	1.4808
	III	2.3	3.5	6.4	2.9	1.4822
	IV	1.9	3.1	7.2	3.3	1.5258
	2001 I	1.6	2.4	8.2	4.3	1.5280
	II	1.8	2.3	6.9	3.2	1.5409
	III	1.1	0.9	5.3	1.1	1.5453
	IV	0.2	-	5.3	1.0	1.5803
	2002 I	0.5	0.4	5.5	2.4	1.5946
	II	0.9	0.5	5.0	2.2	1.5549
	III	1.1	0.8	5.0	1.8	1.5628
	IV	1.5	1.4	4.6	1.7	1.5698
	2003 I	1.4	1.9	5.2	2.3	1.5102
	II	-0.2	1.0	4.9	1.7	1.3984
	III					1.3799
Last three months						1.3799
Monthly rates	2002 S					1.5758
	O					1.5778
	N					1.5714
	D					1.5593
	2003 J					1.5410
	F					1.5124
	M					1.4759
	A					1.4585
	M					1.3845
	J					1.3523
	J					1.3815
	A					1.3957
	S					1.3632

Notes to the Tables

Symbols used in the tables

R Revised

– Value is zero or rounded to zero.

Note:

Blank spaces in columns indicate that data are either not available or not applicable.

A horizontal rule in the body of the table indicates either a break in the series or that the earlier figures are available only at a more aggregated level.

A1

(1) In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001. In May 2001, it was extended to the end of 2006.

(2-3) Year-to-year percentage change in consumer price index (Table H8). The core CPI is the CPI excluding the eight most volatile components: fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs, as well as the effect of changes in indirect taxes on the other CPI components.

(4–5) The ***operating band*** is the Bank of Canada's 50-basis-point target range for the average overnight rate paid by investment dealers to finance their money market inventory.

(6) The ***overnight money market financing rate*** is an estimate compiled by the Bank of Canada. This measure includes funding of the major money market dealers through general collateral buyback arrangements (repo) including special purchase and resale agreements with the Bank of Canada and funding through call loans and swapped foreign exchange funds. Prior to 1996, data exclude all repo activity with the exception of those arranged directly with the Bank of Canada. These latter have been included in the calculation since 1995.

(7) The ***monetary conditions index*** is a weighted sum of the changes in the 90-day commercial paper rate and the C–6 trade-weighted exchange rate (see technical note in the Winter 1998–1999 issue of the *Bank of Canada Review*, pages 125 and 126). The index is calculated as the change in the interest rate plus one-third of the percentage change in the exchange rate. The Bank does not try to maintain a precise MCI level in the short run. See *Monetary Policy Report*, May 1995, p.14.

(8) ***90-day commercial paper rate***. The rate shown is the Bank of Canada's estimate of operative market trading levels on the date indicated for major borrowers' paper.

(9) The C–6 exchange rate is an index of the weighted-average foreign exchange value of the Canadian dollar against major foreign currencies. (See technical note in the Winter 1998–1999 issue of the *Bank of Canada Review*, pages 125 and 126.) Weights for each country are derived from Canadian merchandise trade flows with other countries over the three years from 1994 through 1996. The index has been based to 1992 (i.e., C–6 = 100 in 1992). The C–6 index broadens the coverage of the old G–10 index to include all the countries in the EMU.

(10) Gross M1: Currency outside banks plus personal chequing accounts plus current accounts plus adjustments to M1 described in the notes to Table E1 ***(Bank of Canada Banking and Financial Statistics)***.

(11) M1++: M1+ plus non-chequable notice deposits held at chartered banks plus all non-chequable deposits at trust and mortgage loan companies, credit unions, and caisses populaires less interbank non-chequable notice deposits plus continuity adjustments.

(12) M2++: M2+ plus Canada Savings Bonds plus cumulative net contributions to mutual funds other than Canadian-dollar money market mutual funds (which are already included in M2+).

(13) Yield spreads between ***conventional*** and ***Real Return Bonds*** are based on actual mid-market closing yields of the selected long-term bond issue. At times, some of the change in the yield that occurs over a reporting period may reflect switching to a more current issue. Yields for Real Return Bonds are mid-market closing yields for the last Wednesday of the month and are for the 4.25% bond maturing 1 December 2026. Prior to 7 December 1995, the benchmark bond was 4.25% maturing 1 December 2021.

(14–15) CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes. CPIW adjusts each of the CPI basket weights by a factor that is inversely proportional to the component's variability. For more details, see "Statistical measures of the trend rate of inflation." *Bank of Canada Review*, Autumn 1997, 29–47

(16) *Unit labour costs* are defined as aggregate labour income per unit of output (real GDP at basic prices).

(17) IPPI: Industrial product price index for finished products comprises the prices of finished goods that are most commonly used for immediate consumption or for capital investment.

(18) Data for average hourly earnings of permanent workers are from Statistics Canada's *Labour Force Information* (Catalogue 71-001).

A2

The majority of data in this table are based on, or derived from, series published in statistical tables in the *Bank of Canada Banking and Financial Statistics*. For each column in Table A2, a more detailed description is given below, as well as the source table in the *Banking and Financial Statistics*, where relevant.

(1) Gross M1: Currency outside banks plus personal chequing accounts plus current accounts plus adjustments to M1 described in the notes to Table E1.

(2) M1+: Gross M1 plus chequable notice deposits held at chartered banks plus all chequable deposits at trust and mortgage loan companies, credit unions, and caisses populaires (excluding deposits of these institutions) plus continuity adjustments.

(3) M1++: M1+ plus non-chequable notice deposits held at chartered banks plus all non-chequable despoits at trust and mortgage loan companies, credit unions, and caisses populaires less interbank non-chequable notice deposits plus continuity adjustments.

(4) M2+: M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies and government savings institutions, deposits and shares at credit unions and caisses populaires, and life insurance company individual annuities and money market mutual funds plus adjustments to M2+ described in notes to Table E1.

(5) M2++: M2+ plus Canada Savings Bonds plus cumulative net contributions to mutual funds other than Canadian-dollar money market mutual funds (which are already included in M2+).

(6) Short-term business credit (Table E2)

(7) Total business credit (Table E2)

(8) Consumer credit at monthly reporting institutions (Table E2)

(9) Residential mortgage credit (Table E2)

(10) Gross domestic product in current prices (Table H1)

(11) Gross domestic product in chained 1997 dollars (Table H2)

(12) Gross domestic product by industry (Table H4)

(13) Civilian employment as per labour force survey (Table H5)

(14) Unemployment as a percentage of the labour force (Table H5)

(15-16) Data for capacity utilization rates are obtained from the Statistics Canada quarterly publication *Industrial Capacity Utilization Rates in Canada* (Catalogue 31-003), which provides an overview of the methodology. *Non-farm goods-producing industries* include logging and forestry; mines, quarries and oil wells; manufacturing; electric power and gas utilities; and construction.

(17) Consumer price index (Table H8)

(18) Consumer price index excluding the eight most volatile components: fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs, as well as the effect of changes in indirect taxes on the other CPI components. (Table H8)

(19) Gross domestic product chain price index (Table H3)

(20) Unit labour costs are defined as aggregate labour income per unit of output (real GDP at basic prices).

(21–22) The data on wage settlements are published by Human Resources Development Canada and represent the effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements. These data cover bargaining units with 500 or more employees. Contracts both with and without cost-of-living-allowance clauses are included.

(23–24) Bank of Canada commodity price indexes: Total and total excluding energy (Table H9)

(25) *Treasury bills* are mid-market rates for typical quotes on the Wednesday shown.

(26–27) *Selected Government of Canada benchmark bond yields* are based on actual mid-market closing yields of selected Canada bond issues that mature approximately in the indicated term areas. At times, some of the change in the yield occurring over a reporting period may reflect a switch to a more current issue. Yields for *Real Return Bonds* are mid-market closing yields for the last Wednesday of the month and are for the 4.25% bond maturing 1 December 2026. Prior to 7 December 1995, the benchmark bond was 4.25% maturing 1 December 2021.

(28-29) The data on the government surplus or deficit on a national accounts basis are taken from Statistics Canada's *National Income and Expenditure Accounts* (Catalogue 13-001), where the government surplus or deficit is referred to as "net lending."

(30) Merchandise trade balance, balance of payments basis (Table J1)

(31) Current account balance, balance of payments basis (Table J1)

(32) U.S. dollar in Canadian dollars, average noon spot rate (Table I1)

Publications et recherches

Périodiques

Revue de la Banque du Canada

Automne 2003

Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies
Nicolas Parent, Phoebe Munro et Ron Parker

L'évolution récente du marché du travail au Canada
Richard Dion et Bill Laur

Les paiements de détail : éléments nouveaux, enjeux et initiatives
Sean O'Connor

Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR
Eric Tuer

Voir aussi : Tableaux A1, A2 et les Notes relatives aux tableaux

Couverture : La monnaie des camps d'internement

Pendant la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement du Dominion a interné près de 40 000 personnes dans 25 camps d'un bout à l'autre du pays. Parmi ces détenus se trouvaient des membres des forces ennemies, faits prisonniers pour la plupart en Afrique du Nord, et des civils qui, à cause de leur origine ethnique ou de leurs relations, étaient liés à un pays de l'Axe et considérés comme une menace pour la sécurité nationale. Même si leur liberté était restreinte, certains prisonniers étaient autorisés à acheter de petits objets de luxe en se servant du type de monnaie figurant en couverture.

Les militaires prisonniers continuaient de recevoir la solde correspondant à leur grade. Avec la raréfaction de la main-d'oeuvre que provoqua l'effort de guerre, certains détenus gagnèrent des revenus supplémentaires comme bûcherons ou comme journaliers pendant la moisson. Les salaires quotidiens pour ce genre de travail étaient de 20 à 50 cents. Pour éviter les évasions, les autorités des camps ne versaient pas d'argent aux prisonniers, mais les payaient avec de petits jetons en métal ou des notes de crédit sur papier, qui n'avaient aucune valeur hors du camp. On pouvait les échanger à la cantine contre des produits tels que du savon de ménage, de la crème à raser ou du dentifrice. Les détenus pouvaient aussi acheter des cigarettes ou de la bière, mais ces articles n'étaient pas courants et coûtaient très cher. En effet, une chope de bière valait 25 cents, pratiquement le salaire d'une demi-journée de travail, voire d'une journée entière.

Ce type de monnaie ne se trouvait apparemment pas dans tous les camps. Les objets de la collection proviennent de 18 camps situés en Alberta, en Ontario, au Québec et au Nouveau-Brunswick. La monnaie n'était pas produite en un seul endroit, comme en témoigne la grande diversité des formes. Sans doute, les modalités de production sur place revenaient aux commandants des camps. Les motifs étaient simples et, quelquefois, ne représentaient que la valeur nominale accompagnée du nom ou du numéro du camp. Bien que l'on ne se soit pour ainsi dire jamais préoccupé de l'authenticité de cette monnaie, aucun cas de contrefaçon ne nous est connu. Si la valeur des jetons ou des notes variait généralement de un cent à un dollar, il s'en trouvait néanmoins un certain nombre de cinq dollars.

Les notes illustrées en couverture mesurent entre un et deux pouces de largeur environ. Elles font partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : Gord Carter, Ottawa.

© 1995 - 2007, Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. Communiquez avec nous et consultez l'Énoncé concernant la protection des renseignements personnels.

Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies

Nicolas Parent, département des Marchés financiers, Phoebe Munro, département des Communications, et Ron Parker, conseiller

- *La Banque du Canada visait quatre grands objectifs lorsqu'elle a décidé d'adopter, fin 2000, un nouveau régime pour l'annonce de ses décisions au sujet du taux cible du financement à un jour. Elle cherchait ainsi à réduire l'incertitude sur les marchés financiers, à faire porter l'attention davantage sur la conjoncture économique canadienne que sur la situation aux États-Unis, à mieux mettre en lumière la perspective à moyen terme de la politique monétaire et à accroître la transparence à l'égard des décisions relatives aux taux d'intérêt que prend la Banque.*
- *Les données recueillies à ce jour semblent indiquer que ces quatre objectifs ont tous été atteints en grande partie. L'incertitude s'est atténuée, et les marchés prêtent désormais davantage attention aux données concernant l'économie canadienne. Les acteurs des marchés et les médias affichent une meilleure connaissance de la perspective à moyen terme qui sous-tend les décisions prises en matière de politique monétaire, et les raisons qui accompagnent celles-ci sont plus transparentes.*
- *Le régime des dates d'annonce préétablies donne à la Banque l'occasion de communiquer régulièrement ses vues sur l'état de l'économie canadienne. Il aide les marchés financiers à se faire une meilleure idée de l'orientation générale de la politique monétaire et le public en général à mieux comprendre les motifs qui expliquent ses décisions en la matière, même si les décisions elles-mêmes ne sont pas toujours pleinement attendues.*

En décembre 2000, la Banque du Canada a adopté un nouveau régime de huit dates « fixes » ou préétablies par an pour l'annonce des modifications de son taux directeur clé, le taux cible du financement à un jour. Au terme d'une longue analyse, la Banque avait conclu que ce régime lui permettrait de mettre en œuvre sa politique monétaire avec plus d'efficacité. Elle visait, avec l'instauration de ce nouveau dispositif, quatre grands objectifs : réduire l'incertitude sur les marchés financiers; attirer davantage l'attention sur la situation économique du Canada; faire mieux ressortir la perspective à moyen terme de la politique monétaire; accroître la transparence de la Banque, sa responsabilité et le dialogue qu'elle entretient avec le public. Le présent article examine ces objectifs et les résultats obtenus à ce jour en s'appuyant sur des données empiriques, sur le suivi et l'analyse de la couverture médiatique ainsi que sur les commentaires de journalistes, d'analystes financiers et de personnes-ressources en région.

Contexte

Avant novembre 2000, la Banque avait l'habitude de communiquer les modifications du taux cible du financement à un jour à 9 h, n'importe quel jour ouvrable. Ces changements étaient parfois annoncés très peu de temps après les décisions relatives aux taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine, rendant ainsi les marchés financiers canadiens beaucoup plus sensibles aux variations macroéconomiques observées chez nos voisins qu'à celles se produisant au Canada. Par exemple, sept des dix modifications apportées par la Réserve fédérale à ses taux directeurs entre février 1996 et octobre 2000 furent immédiatement suivies d'annonces

similaires de la Banque du Canada, donnant alors l'impression que cette dernière se contentait d'imiter sa contrepartie américaine (Aba, 2001). Cette perception domina en dépit du fait que la banque centrale canadienne changea son taux directeur au total 25 fois durant cette période[1].

À cette tendance à considérer le processus de prise de décision de la Banque du Canada comme étant tributaire de celui de la Réserve fédérale s'ajoutait le peu de communications planifiées au cours de l'année. Cette lacune limitait la fréquence à laquelle la Banque pouvait informer le public de ses vues sur la politique monétaire (Vayid, 2002). En outre, faute de calendrier préétabli pour annoncer ses décisions, les occasions pour l'institution d'atteindre un consensus interne sur le message officiel à livrer étaient moins nombreuses. Résultat, la Banque était de temps à autre critiquée par les médias et les marchés pour de soi-disant faux pas dans ses communications publiques. Le ***Financial Post***, notamment, écrivait en septembre 1997 que [traduction] « la crédibilité de la Banque du Canada est regardée à la loupe... [le gouverneur] Thiessen court maintenant le risque d'être vu comme criant au loup s'il ne relève pas les taux d'intérêt » et « la banque centrale ne peut évidemment pas ouvrir d'emblée son jeu devant les marchés. Mais Thiessen, bien que son désir de communiquer soit des plus louables, devrait veiller un peu plus à ne pas créer de fausses attentes. »

Vers la fin de 2000, la Banque, en réaction entre autres à ce genre de critiques, adopte un calendrier fixe pour l'annonce de ses décisions relatives aux taux d'intérêt (Thiessen, 2000)[2]. Dorénavant, celles-ci seraient rendues publiques à huit dates préétablies par année, à 9 h, et seraient toujours accompagnées d'un communiqué explicatif. La Banque se réservait toutefois le droit, en cas de circonstances exceptionnelles, de faire des annonces en dehors de ce calendrier.

Avant d'opter pour ce nouveau régime, la Banque a procédé à une série de consultations auprès des marchés financiers et du public. Les résultats ont montré que l'adoption d'un calendrier recevait un large appui et que le mardi était préféré au mercredi pour ne pas gêner l'adjudication d'obligations tenue ce jour-là. Les répondants voulaient aussi conserver 9 h comme heure de publication pour ne pas rompre avec la tradition de la Banque.

Deux ans et demi après l'instauration des dates d'annonce préétablies, le temps est venu de se demander si la Banque a atteint les objectifs qu'elle recherchait en adoptant un tel régime?

Réduction de l'incertitude sur les marchés financiers

Le premier objectif d'un calendrier de dates préétablies était de réduire l'incertitude régnant sur les marchés financiers à l'égard du moment où la Banque allait annoncer ses mesures de politique monétaire. Pour ces derniers, le nouveau calendrier a marqué un pas important, le taux cible du financement à un jour étant le principal instrument dont la Banque dispose pour influencer les taux d'intérêt à court terme et le prix d'autres actifs. En règle générale, les modifications que la Banque apporte au taux cible du financement à un jour se répercutent sur les autres taux d'intérêt, notamment sur les taux hypothécaires et les taux de base des prêts consentis par les banques commerciales. Le fait d'avoir l'assurance que la Banque ne modifierait son taux directeur clé qu'aux dates d'annonce arrêtées allait permettre aux opérateurs de faire des projets sans avoir à se demander au quotidien si la Banque s'apprêtait ou non à changer ce taux.

Les données empiriques [...] montrent que la baisse de l'incertitude entourant les dates d'annonce des décisions concernant les taux directeurs a amélioré la justesse des estimations relatives aux prix des instruments du marché monétaire canadien.

Les données empiriques exposées dans la présente section montrent que la baisse de l'incertitude entourant les dates d'annonce des décisions concernant les taux directeurs a amélioré la justesse des estimations

1. Durant l'année qui précéda l'instauration des dates préétablies, la Banque emboîta le pas à toutes les décisions de la Réserve fédérale, renforçant ainsi l'impression qu'elle marchait dans le sillage de cette dernière.

2. Cette mesure a été prise dans un contexte où les régimes de dates préétablies devenaient de plus en plus la norme à l'échelle internationale. La Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne avaient déjà adopté un régime semblable.

relatives aux prix des instruments du marché monétaire canadien. Il semble également que le choix d'un calendrier de dates préétablies pour ces annonces ait concouru à l'apparition de nouveaux instruments financiers.

Lors de la consultation de l'automne 2000, certains répondants s'étaient inquiétés à l'idée que la date d'annonce choisie par la Banque ne crée de l'agitation sur les marchés des changes et des titres d'emprunt si elle devait être trop éloignée de celle de la Réserve américaine. La Banque, elle, croyait qu'une fois le calendrier établi, les opérateurs procéderaient aux ajustements nécessaires pour que les marchés ne connaissent pas une hausse de la volatilité. La Banque pensait aussi qu'un délai raisonnable s'imposait si l'on voulait que davantage d'attention soit prêtée aux facteurs fondamentaux et aux conditions de l'économie canadienne durant la période qui précéderait et suivrait l'annonce du taux directeur. Dans les faits, les marchés se sont bien adaptés au changement et ont ajouté les annonces de la Réserve américaine à l'éventail des nouvelles pertinentes pouvant influer sur leurs attentes à l'égard des prochaines mesures de la Banque du Canada.

Suppression de la veille de 9 heures

L'instauration des dates d'annonces préétablies a permis d'abolir la « veille de 9 h ». En effet, les matins où une modification du taux du financement à un jour semblait particulièrement probable, l'activité des marchés ralentissait considérablement, cambistes et négociants en obligations préférant éviter de conclure des transactions avant 9 h. Le bas niveau des liquidités observé sur les marchés ces matins-là posait problème aux opérateurs, car les prix des actifs étaient moins représentatifs et il leur était difficile de faire des affaires à moindre coût. Grâce aux dates d'annonce préétablies, la Banque a pu mettre un terme à la veille quotidienne de 9 h (sauf, bien sûr, les jours d'annonce), de sorte que les marchés fonctionnent aujourd'hui avec plus d'efficacité aux alentours de cette heure.

Conséquence sur les instruments du marché monétaire

L'atténuation de l'incertitude a facilité l'établissement des prix des instruments financiers à court terme (de moins de un an) jusqu'à leur échéance, puisque ces derniers dépendent fortement du taux cible du financement à un jour de la Banque. Johnson (2003) a étudié l'effet du nouveau régime sur la portion à très court terme de la structure des taux (le « marché monétaire ») en appliquant la théorie des attentes à la période antérieure et à la période postérieure à l'instauration du régime. Ses conclusions semblent indiquer que les prix observés sur les marchés financiers correspondent davantage à ceux des modèles théoriques qui tentent d'expliquer la variation anticipée des taux d'intérêt les uns par rapport aux autres. La théorie des attentes offrirait d'ailleurs aujourd'hui une représentation assez fidèle du fonctionnement de la portion à court terme de la courbe de rendement canadienne. Selon l'auteur, en permettant de limiter les erreurs de prévision de la valeur des actifs à court terme, les dates préétablies ont contribué à ce changement.

Bien que le nouveau régime n'explique pas à lui seul la baisse de volatilité des taux d'intérêt, Johnson montre que l'évolution constatée concorde avec son adoption. Il s'agit là d'un progrès majeur pour les marchés financiers canadiens, car la diminution des erreurs de pronostic concernant les prix des actifs proposés sur le marché monétaire est de nature à améliorer l'efficience de ce dernier. En outre, il est désormais possible de prévoir avec plus de certitude quelles sont les attentes des opérateurs par rapport aux modifications futures des taux directeurs[3].

Création de nouveaux instruments financiers

À la faveur de la réduction de l'incertitude entourant les taux d'intérêt à court terme que procure le régime de dates préétablies, les opérateurs du marché semblent donner plus de crédit aux prix de certains instruments. Ce regain de confiance a entraîné un accroissement rapide du volume du marché des swaps indexés à un jour et l'introduction des contrats ONX à la Bourse de Montréal. Le swap indexé à un jour est un swap fixe-variable dont le taux variable dépend d'un taux de référence à un jour. Le contrat ONX est une version négociable du swap indexé à un jour.

Lancé en mars 1999, le swap indexé à un jour paraît, selon certaines constatations, avoir gagné en popularité par suite de l'instauration par la Banque des dates d'annonce préétablies en 2000. La hausse du volume des transactions dont cet instrument fait l'objet a renforcé sa fiabilité comme baromètre des attentes du marché à l'égard des taux d'intérêt.

3. Les attentes des marchés financiers sont une des données qu'étudie le Conseil de direction au moment de prendre sa décision.

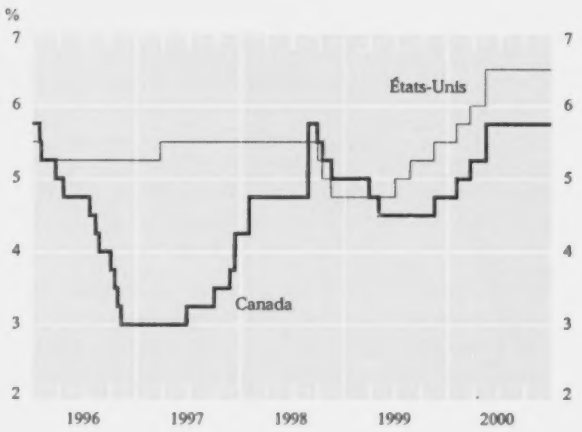
Focalisation sur la conjoncture économique canadienne

Le deuxième objectif du nouveau régime était d'attirer davantage l'attention des participants au marché et du grand public sur les conditions économiques et financières au Canada. Comme les données empiriques dont il sera question plus loin, l'analyse de la couverture médiatique tend à indiquer que les marchés financiers et les journalistes s'intéressent maintenant davantage à la situation économique du Canada lorsqu'ils formulent leur jugement sur les décisions relatives aux taux d'intérêt, notamment durant les périodes qui précèdent et suivent de près les annonces.

L'analyse de la couverture médiatique tend à indiquer que les marchés financiers et les journalistes s'intéressent maintenant davantage à la situation économique du Canada lorsqu'ils formulent leur jugement sur les décisions relatives aux taux d'intérêt.

Pendant les deux années qui ont précédé l'établissement d'un calendrier d'annonces à dates préétablies (voir Graphique 1), les politiques monétaires menées au Canada et aux États-Unis ont été étroitement liées sous l'effet de la convergence du cycle économique de ces pays. Et bien qu'il y ait souvent eu de bonnes raisons justifiant l'orientation similaire de leur politique monétaire respective, la Banque n'en était pas moins préoccupée au cours de cette période de voir les marchés financiers et le grand public percevoir sa politique comme étant trop tributaire de celle des États-Unis. Outre cela, les opérateurs des marchés et divers observateurs avaient tendance à s'intéresser avant tout à l'évolution de l'économie américaine. Cette situation était problématique car la Banque et les marchés focalisaient leur attention sur des informations différentes. Dans ce contexte, les décisions de la Banque peuvent avoir surpris les marchés plus d'une fois et les avoir amenés à s'interroger

Graphique 1
Taux d'intérêt directeurs



sur les motifs sur lesquels celle-ci s'était appuyée, créant certains défis au niveau des communications.

Parent (2002-2003) s'est demandé si l'instauration d'un régime de dates préétablies avait accentué l'intérêt que les opérateurs portaient aux indicateurs macroéconomiques canadiens et a creusé la question en se servant de tests inspirés de la théorie de l'efficience des marchés, qui postule que les prix des instruments financiers sont toujours le reflet de l'information disponible. Ainsi, dans des marchés efficients, les taux d'intérêt à court terme s'ajusteraient presque simultanément à la publication de données modifiant les attentes des agents financiers à l'égard de la politique monétaire. Ses résultats montrent qu'avant la mise en place du nouveau régime, les données sur l'économie canadienne n'influençaient pas de façon significative les taux d'intérêt à court terme[4]. Le fait est qu'entre 1996 et 2000, les indicateurs macroéconomiques américains étaient les seuls à avoir un impact important sur les taux canadiens. Les données américaines sur la production industrielle, les emplois dans les secteurs non agricoles et les ventes au détail, ainsi que l'indice ISM[5], plus particulièrement, influençaient les taux à

4. Au seuil de 1 %, aucun des coefficients liés aux annonces faites par la Banque du Canada n'est significativement différent de zéro.

5. L'indice de l'Institute for Supply Management (ISM), anciennement la National Association for Purchasing Management (NAPM), repose sur une enquête nationale portant sur l'activité industrielle.

deux ans et les contrats à terme BAX de trois mois sur acceptations bancaires canadiennes.

Les résultats obtenus dans l'intervalle qui a suivi l'adoption du régime montrent que les données macroéconomiques canadiennes ont désormais une forte incidence sur les BAX comme sur les taux d'intérêt à deux ans. Les chiffres de l'emploi et les ventes au détail au Canada seraient, aujourd'hui, les variables influant sur les contrats BAX. Maintenant que les opérateurs des marchés accordent moins de poids à l'évolution observée au sud de la frontière, les indicateurs macroéconomiques américains ne sont plus statistiquement significatifs[6].

Le nouveau régime de dates préétablies pourrait cependant ne pas être seul en cause. Les écarts récents dans la tenue des économies canadienne et américaine peuvent avoir incité les opérateurs à s'intéresser davantage aux conditions en vigueur au Canada. Les récentes différences dans le rythme de la croissance économique et le profil de l'inflation au Canada et aux États-Unis ont montré à quel point il est important, au titre de l'orientation générale de la politique monétaire canadienne, de se concentrer sur le rôle des facteurs internes en plus de la situation internationale. Ainsi, comme les marchés financiers s'intéressent désormais davantage aux indicateurs canadiens, la décision de la Banque de relever ses taux au premier semestre de 2002, alors que la Réserve fédérale privilégiait encore leur assouplissement, n'a surpris personne.

Pour ce qui est des médias, la focalisation sur l'économie canadienne semble surtout porter fruit dans les jours qui précèdent ou suivent de près chacune des dates d'annonce. On observe en effet au cours de cette période une ample couverture médiatique. Se succèdent ainsi, dans l'attente de la décision de la Banque, des enquêtes d'opinion menées par les agences de presse auprès d'économistes du secteur privé auxquelles viennent s'ajouter, une fois la décision rendue publique, des analyses de journalistes, d'opérateurs et d'observateurs internationaux. Cette couverture fait mieux connaître la politique monétaire du Canada et ressortir les enjeux de son économie.

L'analyse de la couverture médiatique que fait régulièrement la Banque indique que les messages clés relatifs à la politique monétaire atteignent dans une large mesure les opérateurs financiers et, par l'entremise des médias, le grand public. Il en ressort également que les journalistes font maintenant une distinction entre la conjoncture économique au Canada et celle des États-Unis. Par exemple, Bruce Little relève dans le *Globe and Mail* en 2002 que [traduction] « notre économie suit une voie différente de celle des États-Unis. Là-bas, Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale, a tellement multiplié les mises en garde que certains analystes croient qu'il attendra jusqu'à la fin août avant de commencer à monter les taux. À ce moment-là, la Banque du Canada aura probablement déjà procédé à deux autres relèvements de son taux. » M. Little conclut sur cette remarque : « La situation aux États-Unis a une incidence sur le Canada, mais l'économie canadienne n'est pas pour autant un calque de sa voisine. »

Les données macroéconomiques canadiennes ont désormais une forte incidence sur les BAX comme sur les taux d'intérêt à deux ans.

Dans la même veine, Joel Baglole écrit dans un article du *Wall Street Journal* la même année : [traduction] « M. Dodge suit une voie différente de celle de la Réserve fédérale américaine, récusant ainsi les affirmations voulant que la banque centrale ait peu de marge de manœuvre pour adapter les taux d'intérêt aux besoins économiques du Canada. »

Mise en lumière de la perspective à moyen terme

Le troisième objectif consistait à attirer davantage l'attention sur le caractère prospectif de la politique monétaire. On espérait ainsi rendre le grand public et les acteurs des marchés financiers plus sensibles au fait que les mesures prises par la Banque ne se répercutent pleinement sur l'économie et l'inflation qu'après 18 à 24 mois. Le régime de dates d'annonce préétablies a contribué à faire ressortir cet aspect de la

6. Les régressions ont été recalculées en tenant compte de données aussi récentes que celles de février 2003. Dans la régression où le BAX sert de variable dépendante, ces deux variables sont significatives au seuil de 1 %. Lorsque le taux d'intérêt sur deux ans devient la variable dépendante, seules les données des ventes au détail au Canada et de la production industrielle américaine sont statistiquement significatives.

politique monétaire en fournissant régulièrement à la Banque l'occasion d'établir un rapport entre l'évolution économique et financière récente et les tendances fondamentales à plus long terme.

Bien que des progrès aient été accomplis à l'égard de ce troisième objectif, ce dernier pose encore un défi de taille, les marchés et les médias se focalisant en général sur l'avenir immédiat. On observe néanmoins un certain déplacement de l'attention vers la perspective à moyen terme, comme en témoignent ces propos de Bruce Little (2002) du *Globe and Mail* : [traduction] « Intervenir en temps opportun signifie suffisamment tôt pour empêcher que l'inflation ne dépasse la cible de 2 % de la Banque. En effet, comme les modifications des taux d'intérêt mettent de cinq à sept trimestres avant d'influer sur l'inflation et que la Banque prévoit que le taux d'inflation sera de 2 % à la fin de l'année prochaine, l'institution doit commencer à modifier son taux maintenant, indépendamment de ce que la Réserve fédérale américaine songe à faire. »

Malgré tous les efforts déployés par la Banque pour faire preuve de flexibilité dans ses communications, il persiste une tension bien naturelle entre la perspective à court terme des médias et des marchés financiers et l'objectif à plus long terme de la politique monétaire.

Cette prise de conscience naissante d'une perspective à moyen terme est prometteuse, même si elle est loin d'être généralisée pour l'instant. Malgré tous les efforts déployés par la Banque pour faire preuve de flexibilité dans ses communications, il persiste une tension bien naturelle entre la perspective à court terme des médias et des marchés financiers et l'objectif à plus long terme de la politique monétaire. Le défi constant de la Banque sur le plan des communications est de continuer à insister sur l'horizon à moyen terme de 18 à 24 mois, car, pour les médias, les analystes et les opérateurs des marchés, une semaine ou un mois peuvent représenter une très longue période.

Renforcement de la transparence, de la responsabilité et du dialogue avec le public

Le quatrième objectif concernait la communication relative à la politique monétaire. Depuis l'adoption des cibles d'inflation en 1991, le rôle croissant joué par les communications dans le cadre de la politique monétaire reflète un changement fondamental dans la façon dont celle-ci est envisagée et mise en œuvre. Ce changement se fonde sur le constat que la transparence et des communications plus ouvertes peuvent faciliter la tâche consistant à expliquer aux Canadiens pourquoi et comment la Banque prend ses décisions, ce qui rend la politique monétaire plus compréhensible pour le public et, partant, plus crédible.

L'un des moyens pour la Banque d'améliorer la conduite de la politique monétaire a été d'accroître la transparence de ses communications, en informant le public plus souvent et plus régulièrement de son point de vue sur l'économie canadienne. L'adoption d'un régime de dates préétablies a de fait créé de nouvelles occasions de communiquer tout en permettant à la Banque d'articuler sa stratégie de communication autour d'un programme d'activités étalé sur toute l'année.

Cette démarche a été bénéfique à de nombreux égards.

Des communications régulières et cohérentes aident à mettre les marchés financiers et la Banque au même diapason en ce qui concerne l'orientation générale de la politique monétaire. Si la Banque fait bien comprendre ses vues et les principaux risques qui pèsent sur la période à venir, les marchés financiers auront tendance à être moins volatils, et toute modification de la politique tendra à se répercuter plus harmonieusement et plus rapidement sur les taux d'intérêt et le taux de change (Jenkins, 2001). Selon Parent (2002-2003), certains résultats empiriques donnent à penser que le régime de dates préétablies a amélioré la prévisibilité des décisions de la Banque du Canada. Avant son adoption, les modifications apportées au taux cible du financement à un jour avaient une incidence considérable sur les taux à deux ans et les BAX, ce qui semble indiquer que les décisions de politique monétaire non seulement constituaient une surprise quant au moment de leur annonce, mais aussi modifiaient les attentes à plus long terme relatives à la politique monétaire. Depuis l'entrée en vigueur du nouveau régime, on observe le résultat contraire, ce qui témoigne de l'amélioration de la capacité des opérateurs des marchés d'anticiper les mesures de politique monétaire et révèle que le

niveau accru de transparence aide la Banque et les marchés financiers à se mettre sur la même longueur d'onde pour ce qui est de l'orientation générale des taux d'intérêt.

Même si la Banque croit fermement que la politique monétaire donne de meilleurs résultats lorsque tout le monde comprend les grands objectifs qu'elle vise, cela ne signifie pas pour autant que le point de vue des marchés correspond toujours au sien. Ainsi, la décision de la Banque de laisser les taux d'intérêt inchangés le 4 septembre 2002 a semblé prendre les observateurs au dépourvu, ce qui a causé une certaine confusion sur ce qu'il fallait entendre par transparence. Pour certains commentateurs, ce mot signifiait « conditionnement » ou réglage fin des marchés, ce que la Banque a toujours pris soin de dire qu'elle ne fait pas.

Comme le gouverneur Dodge le soulignait dans une allocution prononcée à Winnipeg en janvier 2002, « dans nos communiqués, rapports périodiques et allocutions, nous tentons d'expliquer notre raisonnement. Ce faisant, nous espérons aider les Canadiens, y compris les opérateurs des marchés financiers, à prévoir l'orientation générale de la politique monétaire. » La sous-gouverneure Sheryl Kennedy, s'adressant à l'Association des marchés financiers du Canada en novembre 2002, a renchéri sur ce point : [traduction] « Nous n'essayons pas de régler avec précision les attentes des marchés au sujet de nos décisions en matière de taux d'intérêt juste avant de les prendre. [...] Nous ne pouvons pas envoyer de signal à l'avance, car nous ne savons tout bonnement pas au préalable quelle sera notre décision[7]. » En août 2003, Mme Kennedy déclarait devant un groupe d'économistes : [traduction] « Il incombe aux autres, y compris aux marchés, de se forger leur propre opinion sur la ***trajectoire future précise*** des taux d'intérêt. Nous ne cherchons pas à effectuer un réglage fin des attentes des marchés ou à fournir d'indications sur la teneur de notre décision concernant les taux d'intérêt à court terme lors de quelque annonce que ce soit » (Kennedy, 2002 et 2003).

Malgré une certaine confusion sur la définition de la transparence, le régime de dates préétablies a, grâce à des communications régulières et cohérentes, contribué à améliorer la compréhension des Canadiens sur ce que la Banque s'attache à accomplir, ce qui augmente les chances que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte avec le moins de perturbations économiques possible. Si les acteurs des marchés et le public croient que des mesures seront prises pour faire en sorte que l'inflation demeure près de la cible de 2 %, ils seront plus susceptibles de prendre des décisions économiques reflétant cette attente. Le résultat net est un environnement macroéconomique plus stable.

Une démarche cohérente sur le plan des communications renforce également la responsabilité de la Banque et, par conséquent, sa crédibilité. En tant qu'institution publique jouissant d'un haut degré d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire, la Banque a le devoir d'informer les Canadiens de la qualité des résultats qu'elle obtient. À cet égard, une cible précise ayant fait l'objet d'un accord sert de base claire à la mesure de son rendement. Pour pleinement rendre compte de ses activités, la Banque doit fournir au public l'information dont il a besoin pour comprendre les objectifs qu'elle poursuit en matière de politique monétaire, les facteurs dont elle tient compte quand elle prend ses décisions et les progrès qu'elle accomplit en vue d'atteindre les objectifs en question.

Le régime de dates d'annonce a donné à la Banque l'occasion de tenir les Canadiens régulièrement au courant de ses vues sur l'économie. À chacune des dates préétablies, elle publie un communiqué dans lequel elle explique sa décision. À ces communiqués s'ajoutent le ***Rapport sur la politique monétaire***, les ***Mises à jour*** de ce dernier et les allocutions prononcées par les dirigeants de la Banque, dans lesquels celle-ci présente son analyse et commente ses actions afin d'aider le public, y compris les opérateurs des marchés financiers, à prévoir l'orientation générale de la politique monétaire.

Alors que la Banque s'employait à rendre ses messages plus transparents, le moyen de communication lui-même a également changé. Depuis l'instauration des dates d'annonce préétablies, les communiqués ont évolué : ils sont devenus mieux ciblés et généralement plus courts, fournissant une brève explication de la décision concernant les taux d'intérêt. Pour une analyse plus détaillée, le lecteur est habituellement invité à consulter le ***Rapport sur la politique monétaire***

7. L'une des raisons pour lesquelles la Banque n'essaie pas de conditionner les attentes des marchés est directement liée au processus décisionnel menant à chacune des annonces. Comme le fait remarquer Macklem (2002), le Conseil de direction reçoit la plupart des informations utiles sur les perspectives d'évolution à moyen terme de l'économie et de l'inflation au cours des deux semaines précédant chaque date préétablie. Les décisions de politique monétaire se fondent sur cette analyse, qui n'est vraiment complète que tout juste avant la date d'annonce.

et sa *Mise à jour*. L'intervalle entre l'annonce et la publication du *Rapport* a aussi été raccourci, afin d'assurer l'actualité de l'analyse communiquée.

Les dates d'annonce préétablies ont [...] donné lieu à des commentaires plus réguliers de la part des analystes et des médias et à un accroissement des activités de sensibilisation auprès des Canadiens.

Les annonces à date préétablie, et les documents qui les accompagnent, ont non seulement amélioré la transparence et aidé le public à mieux comprendre les décisions de la Banque, mais elles ont également donné lieu à des commentaires plus réguliers de la part des analystes et des médias et à un accroissement des activités de sensibilisation auprès des Canadiens. Elles ont aussi contribué à faire naître un dialogue avec des auditoires et des commentateurs clés. Par exemple, en septembre 2003, l'Institut C. D. Howe a mis sur pied un conseil de politique monétaire. Composé de douze des plus éminents économistes canadiens spécialisés dans les domaines de la politique monétaire ou des marchés financiers, le nouveau conseil a pour but de fournir à la Banque du Canada, aux opérateurs des marchés et aux analystes économiques une évaluation indépendante de l'orientation qu'il juge adéquate pour la politique monétaire canadienne. À cette fin, le conseil publie, peu avant chaque date préétablie, un bulletin dans lequel il énonce le point de vue de chacun de ses membres sur le niveau du taux cible du financement à un jour ainsi qu'un jugement sommaire collectif sur le vote de chacun.

Comme la Banque ne se livrait pas à une analyse systématique de la couverture médiatique avant l'adoption des dates d'annonce préétablies, il n'est pas possible de mener à ce sujet une véritable comparaison des situations avant et après. Ces deux dernières années, cependant, la couverture a plus que doublé dans certains cas. Les médias effectuent en outre des analyses plus approfondies des raisons justifiant le processus décisionnel, ce qui dénote une meilleure compréhension de la façon dont la Banque conçoit la politique monétaire. Un petit échantillon des réactions des médias face à cette transparence accrue permet d'illustrer l'impact de la nouvelle démarche.

[traduction] « Durant la majeure partie de la dernière décennie, la Banque s'est efforcée de faire preuve d'une plus grande transparence dans ses activités. Le raisonnement est le suivant : quand les marchés financiers comprennent le mode de pensée de la Banque et son point de vue sur l'évolution de l'activité économique, ils fonctionnent mieux et plus intelligemment. Si c'est là l'objectif visé, la Banque pourrait bien avoir atteint le nirvana de la transparence » (Little, 2002).

Dans l'édition du 18 mars 2002 du *Financial Post*, Jacqueline Thorpe écrivait : traduction] « M. Dodge [...] a embrassé la vague de "transparence" qui a déferlé sur les banques centrales du monde. [...] [Il] a été le premier gouverneur de banque centrale à admettre qu'il pourrait s'avérer nécessaire de relever les taux d'intérêt d'ici l'été à mesure que l'économie se remettra de son ralentissement » (Thorpe, 2002).

Il y a toutefois eu un prix à payer pour cette transparence. Les marchés et les médias décortiquent maintenant chacun des mots contenus dans les déclarations de la Banque, ce qui donne parfois lieu à une certaine confusion. Par exemple, le communiqué de juin 2002 ne faisait pas référence aux « risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, » entourant les perspectives de l'économie, contrairement à celui de juillet et à la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*. Cela a amené certains analystes à se demander si la Banque cherchait à faire passer un message en procédant de la sorte. De même, dans le communiqué d'avril 2003 annonçant sa décision de relever son taux directeur, la Banque n'a pas répété que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seraient nécessaires, mettant moins l'accent sur un tel besoin à court terme. Mais lorsque cet énoncé est réapparu dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié la semaine suivante, l'ajout des mots « à l'avenir » est passé largement inaperçu, ce qui a accru la confusion parmi les observateurs quant aux intentions de la Banque. En se fondant sur de tels exemples, on peut dire sans grand risque de se tromper que, bien que les médias et les marchés soient mieux informés et aient une meilleure connaissance du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque, il subsiste un risque qu'une certaine confusion entoure à l'occasion les messages clés de l'institution. En général, cependant, il semble que le régime de dates préétablies ait permis

à la Banque d'accroître la compréhension du public à l'égard de sa pensée et de ses vues.

Malgré tous les efforts déployés, la transparence et la clarté continueront de poser des défis à la Banque du Canada et, de fait, à toutes les banques centrales.

Bien évidemment, malgré tous les efforts déployés, la transparence et la clarté continueront de poser des défis à la Banque du Canada et, de fait, à toutes les banques centrales. Pour sa part, la Banque continuera de veiller à ce que les parties intéressées comprennent toutes clairement les termes et les concepts qu'elle emploie. Cela signifie qu'elle insistera de façon répétée sur la durée de la période visée (l'horizon à moyen terme de 18 à 24 mois), l'orientation prospective de la politique monétaire et le caractère conditionnel de ses déclarations (Vayid, 2002).

Avantages accessoires

Le régime de dates préétablies a également permis d'améliorer les processus internes de la Banque du Canada appuyant la prise des décisions et la formulation des communications relatives à la politique monétaire[8]. La production et la présentation de toutes les données et analyses utiles au processus décisionnel ont été perfectionnées. Avant l'instauration des dates d'annonce préétablies, le personnel de la Banque préparait des projections trimestrielles, ainsi que divers scénarios de risque et de formulation de la politique monétaire à la suite de la publication des chiffres des comptes nationaux par Statistique Canada. En outre, vers le milieu de la période séparant deux séries de projections complètes, le personnel fournissait une évaluation des perspectives à court terme, fondée sur les données reçues dans l'intervalle, et en mesurait les implications pour l'orientation de la politique monétaire. Cependant, comme les décisions à cet égard pouvaient se prendre n'importe quel jour ouvrable, le moment choisi pour annoncer une décision concernant les taux directeurs était en bonne partie influencé par des considérations d'ordre tactique et la décision en question n'était pas toujours étayée par une analyse économique détaillée. Les dates d'annonce préétablies ont éliminé ces décalages en permettant au processus de bénéficier des perspectives analytiques plus systématiques, à jour et étendues qui sont présentées dans le cadre des séances d'information principales, des analyses de risque, des divers scénarios envisageables, ainsi que lors de l'exposé final et de la réunion consacrée aux recommandations qui se tiennent durant les deux semaines précédant la date d'annonce. De même, la régularité du calendrier des réunions a contribué à intégrer davantage les communications au processus de formulation et de mise en œuvre de la politique monétaire. Le fait de savoir que des communications vont être diffusées certains jours déterminés a encouragé une élaboration plus concertée des messages de la Banque.

Conclusion

Les efforts déployés par la Banque pour expliquer le contexte dans lequel ses décisions sont prises font partie d'un processus d'amélioration constante de la conduite de la politique monétaire. Le régime de dates d'annonce préétablies joue un rôle stratégique vital dans les progrès accomplis par la Banque vers la réalisation de cet objectif. Les données empiriques confirment que ce régime procure d'importants avantages. Premièrement, en réduisant pour le public et les marchés financiers l'incertitude quant au moment des annonces, le calendrier préétabli permet à ces derniers d'élaborer leurs plans plus efficacement et d'intégrer les changements plus harmonieusement. Deuxièmement, les dates d'annonce rappellent que la politique monétaire canadienne se fonde principalement sur les conditions économiques qui règnent au pays.

Le nouveau régime fournit aussi régulièrement à la Banque l'occasion de placer l'évolution économique et financière récente dans une perspective à moyen terme. Enfin, les dates préétablies ont contribué, par l'entremise d'une transparence accrue, à augmenter l'efficacité globale de la politique monétaire au Canada.

8. Voir Macklem (2002) pour une description des processus décisionnels.

Ouvrages et articles cités

Aba, S. (2001). « Don't Mess with Mr. In-Between: Why the Bank of Canada Should Stick to Fixed Announcement Dates », article documentaire, Institut C. D. Howe, 1er octobre.

Baglole, J. (2002). « Canada's Bank Governor Wins Praise », *The Wall Street Journal*, 3 juillet.

Dodge, D. (2002). « Défis et changements marquants pour la Banque dans une année fertile en événements », allocution prononcée devant Le Cercle canadien de Winnipeg. Document accessible à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Financial Post (1997a). Éditorial (27 septembre), p. 3.

——— (1997b). Éditorial (20 novembre), p. 34.

Jenkins, P. (2001). « Vers une plus grande transparence dans la communication relative à la politique monétaire canadienne », allocution prononcée devant la Ottawa Economics Association, *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 51-57.

Johnson, G. (2003). « La mesure des attentes de taux d'intérêt au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 19-29.

Kennedy, S. (2002). « The Interaction of Financial Markets and Monetary Policy », allocution prononcée devant l'Association des marchés financiers du Canada, Toronto, Ontario, 4 novembre.

Kennedy, S., (2003). « Monetary Policy during Economic Shocks: Lessons Learned », allocution prononcée devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston, Ontario, 26 août.

Little, B. (2002). « Central Bank's Rate Plans Reach Transparency », *The Globe and Mail*, 25 avril.

Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 11-19.

Parent, N. (2002-2003). « Transparence et réaction des taux d'intérêt à la publication périodique des données macroéconomiques », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-37.

Thiessen, G. (2000). « Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 47-52.

Thorpe, J. (2002). « David Dodge, the Outsider: Central Banker Wins Raves for Straight Talk », *Financial Post*, 18 mars.

Vayid, I. (2002). « Dealing with the Media: Getting the Message Across », exposé fait dans le cadre du colloque sur les communications de banque centrale tenu par la Banque du Canada, du 7 au 9 octobre.

L'évolution récente du marché du travail au Canada

Richard Dion et Bill Laur, département des Recherches

- *En 2002 et au début de 2003, l'emploi et le taux d'activité global ont tous deux progressé à un rythme exceptionnellement rapide comparativement à l'activité économique intérieure.*
- *Vers le milieu de 2003, alors que l'économie ralentissait de façon marquée, l'essor de l'emploi s'est brusquement arrêté. Cette pause sera sans doute passagère, car le redressement anticipé de la croissance de la production devrait stimuler l'emploi. Toutefois, l'emploi pourrait s'accroître initialement à une cadence modérée par rapport à la production étant donné la vigueur qu'il a affichée relativement à l'activité économique au cours des 18 derniers mois.*
- *L'emploi s'est ajusté à la forte détente monétaire budgétaire opérée, de même qu'aux aléas de la reprise économique aux États-Unis. Confrontées à une vive augmentation du nombre de travailleurs disposés à accepter un emploi à temps partiel, et peut-être aussi en réponse à l'incertitude planant sur les perspectives de croissance à court terme, les entreprises ont recouru plus que de coutume à l'embauche de travailleurs à temps partiel. Cette modification de la composition de l'emploi a contribué à la réduction de la durée moyenne de la semaine de travail en 2002. L'apport de travail a donc progressé bien plus lentement que l'emploi et de façon plus conforme à sa relation passée avec la production.*
- *La montée du taux d'activité global depuis 2001 s'explique en grande partie par celle du taux d'activité des personnes âgées de 55 ans et plus. L'accroissement de l'offre de main-d'œuvre a concouru à modérer la hausse générale des salaires.*

Le marché canadien du travail s'est comporté très différemment durant les première et seconde moitiés des années 1990. La première a été caractérisée par une lente croissance de l'emploi et un recul du taux d'activité global, ainsi que par une faible expansion de la production et une vague de restructurations industrielles. Ce n'est que durant les dernières années de la décennie 1990 que l'emploi a progressé de façon soutenue, grâce à une vigoureuse poussée de la production et à la reprise de l'embauche dans le secteur public. Vers la fin des années 1990, la forte hausse de l'emploi s'est accompagnée d'un vif essor du taux d'activité, de sorte que le taux de chômage était tombé, en 2000, à son plus bas niveau en plus de vingt ans. L'économie a ensuite connu une baisse de régime, due principalement à la récession aux États-Unis. La croissance de l'emploi s'est arrêtée, et le taux de chômage a recommencé son ascension.

Ce ralentissement a cependant été de courte durée, puisque l'on a assisté en 2002 à un regain de croissance économique et au retour de taux d'augmentation exceptionnels de l'emploi et du taux d'activité global. En fait, bien que la croissance de l'emploi ait décéléré de façon prononcée au cours du premier semestre de 2003 par suite de l'essoufflement de l'activité économique, les hausses cumulées de l'emploi et du taux d'activité depuis la fin de 2001 ont été très importantes comparativement aux gains de production.

Dans le présent article, nous nous intéressons plus particulièrement à l'évolution du marché canadien du travail entre le début de 2002 et le milieu de 2003[1]. Nous mettons d'abord en lumière l'incidence que les

1. Les données sur lesquelles s'appuie le présent article vont jusqu'en août 2003. La période de référence de tous les calculs trimestriels se termine en juin 2003, sauf indication contraire.

politiques monétaire et budgétaire canadiennes, la croissance économique aux États-Unis et les chocs sectoriels ont eue sur la tenue de la production et de l'emploi. Puis nous expliquons pourquoi la progression de l'emploi a été anormalement vigoureuse par rapport à celle de la production, ce qui n'a pas été le cas du nombre total d'heures travaillées. Nous analysons ensuite les facteurs explicatifs de la hausse du taux d'activité au cours de ces dix-huit mois. Enfin, nous examinons comment le taux de chômage s'est ajusté à ces modifications de l'offre et de la demande. La conclusion renferme nos observations sur les implications éventuelles à court terme.

Les principales sources de croissance de l'emploi

Du début de 2002 au milieu de 2003, l'économie canadienne a créé au-delà de 600 000 nouveaux emplois. Le rapport entre l'emploi et la population en âge de travailler a atteint un sommet de 62,4 % au premier trimestre de 2003. Cette multiplication des emplois était le fruit d'une forte expansion de la demande intérieure, qui a été favorisée par une détente monétaire et budgétaire. Il convient de noter aussi que la reprise en dents de scie aux États-Unis a dans un premier temps stimulé l'emploi dans les industries à vocation exportatrice, mais qu'elle a ensuite eu l'effet contraire.

Cette multiplication des emplois était le fruit d'une forte expansion de la demande intérieure, qui a été favorisée par une détente monétaire et budgétaire.

Le bas niveau des taux d'intérêt en 2002 a aiguillonné la demande de logements et de biens de consommation durables, ce qui a fait grimper l'offre d'emplois dans le bâtiment, l'immobilier et certains segments du commerce de détail et de gros, ainsi que dans la fabrication de matériaux de construction et d'ameublement. L'emploi dans des services auxiliaires comme l'architecture et le génie a également augmenté à un rythme robuste, compte tenu des lotissements résidentiels en chantier et des besoins en infrastructure de soutien.

En 2001 et 2002, la politique budgétaire canadienne a été plus expansionniste, comme l'indique la mesure de l'excédent primaire des administrations publiques publiée par l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE)[2]. Au nombre des diverses initiatives de nature expansionniste mises en œuvre, on peut signaler une réduction de l'impôt sur le revenu des particuliers et un accroissement des dépenses aux chapitres de la santé, de l'éducation et de la sécurité. La baisse de l'impôt sur le revenu a eu pour effet de soutenir la dépense des ménages, partant, la progression de l'emploi dans les secteurs de la consommation, tandis que l'augmentation des dépenses de santé et d'éducation a donné lieu à des hausses appréciables de l'emploi dans ces deux sphères d'action de l'État. De plus, l'emploi dans l'administration publique a crû à un rythme plus rapide qu'au cours des périodes précédentes, probablement en raison, entre autres choses, de l'embauche de personnel supplémentaire afin de renforcer la sécurité. Au total, l'essor des dépenses publiques pourrait expliquer directement plus du tiers de la montée enregistrée par l'emploi du premier trimestre de 2002 au second trimestre de 2003[3].

Au terme d'une récession relativement modérée survenue en 2001, l'économie américaine a amorcé une reprise, qu'est venue mettre à mal une série de secousses, dont les attaques terroristes du 11 septembre, les scandales comptables dans le milieu des affaires, les fortes fluctuations de la bourse, la hausse des cours du pétrole et l'incertitude géopolitique accrue liée à la guerre en Iraq. Comme cela était à prévoir, le volume des exportations canadiennes a aussi connu un redressement hésitant en 2002, avant de faiblir de nouveau vers la fin de l'année. L'emploi dans les secteurs de la fabrication et du transport s'est donc mis à reculer au quatrième trimestre de 2002, après trois trimestres consécutifs de gains substantiels. Dans les branches fabriquant du matériel de transport, des ordinateurs et de l'équipement électronique, des produits chimiques et des textiles, l'emploi a considérablement diminué. En revanche, il a augmenté à

2. Selon les estimations de l'OCDE (2003), l'excédent primaire du Canada corrigé des variations cycliques est passé de 5,5 % de la production potentielle en 2000 à 4,6 % en 2001 et à 3,2 % en 2002.

3. Le nombre d'emplois dans les secteurs de l'éducation, de la santé et de l'aide sociale et dans l'administration publique a augmenté de 226 000.

un rythme très vigoureux dans l'industrie du bois, à la faveur du dynamisme de la construction de logements aux États-Unis et au Canada.

La croissance de l'emploi s'est brusquement interrompue vers le milieu de 2003, l'activité économique ayant été déprimée par des chocs sectoriels et la lenteur de la reprise aux États-Unis. Par exemple, les inquiétudes soulevées par l'apparition du syndrome respiratoire aigu sévère ont provoqué une baisse des dépenses de voyage et, par ricochet, des compressions de personnel dans le secteur de l'hébergement et des services alimentaires. Le ralentissement des activités d'abattage, lié à la découverte d'un cas isolé de maladie de la vache folle au Canada, a entraîné des mises à pied dans ce secteur. De façon plus générale, le repli de l'activité économique au deuxième trimestre de 2003, qui a surtout frappé les branches productrices de biens et a été accentué par la baisse de la production industrielle aux États-Unis, s'est soldé par une chute prononcée de l'emploi dans la fabrication et les services de transport. L'emploi total a fléchi en juillet et en août, par suite de licenciements dans le secteur tertiaire. La croissance devrait néanmoins redémarrer avec l'amélioration de la conjoncture extérieure et le raffermissement de l'économie canadienne.

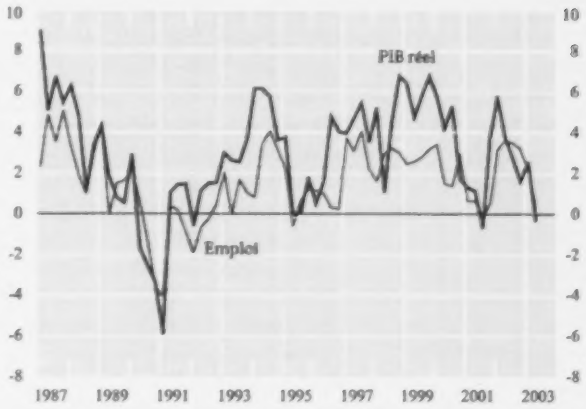
Les facteurs explicatifs de la vigueur de l'emploi par rapport à la production

L'emploi a progressé en moyenne à un taux annualisé de 2,7 %, soit au même rythme que le PIB, du premier trimestre de 2002 au deuxième trimestre de 2003. Cette évolution est inhabituelle, la croissance de la production étant normalement plus rapide que celle de l'emploi (Graphique 1)[4]. Cette vigueur inaccoutumée de l'emploi tient en bonne partie à la composition des gains observés au chapitre de l'emploi. Bien que le nombre des emplois à temps plein et celui des emplois à temps partiel se soient tous deux accrus de façon marquée, l'une des caractéristiques notables de la période récente est la forte intensité du recours au travail à temps partiel[5]. L'emploi à temps partiel explique en effet 33 % de l'augmentation totale de

Graphique 1

Croissance du PIB réel et de l'emploi

Taux de croissance trimestriel annualisé



Source : *Enquête sur la population active* et *Comptes nationaux des revenus et dépenses*, Statistique Canada

l'emploi entre le début de 2002 et le milieu de 2003, soit près du double de la part que l'emploi à temps partiel représentait dans l'emploi total à la fin de 2001 (Tableau 1). En raison de la hausse de cette part, il a fallu un plus grand nombre de travailleurs que d'ordinaire pour accroître la production, puisqu'en moyenne, ceux-ci travaillaient moins d'heures chaque semaine. On a de fait constaté une diminution appréciable de la durée moyenne de la semaine de travail en 2002. Le nombre total d'heures travaillées (l'apport de travail) a donc progressé à un rythme sensiblement inférieur à celui du nombre d'emplois et plus conforme à ce que laissait prévoir la relation qu'il a affichée dans le passé avec la production.

En raison de la hausse de la part de l'emploi à temps partiel, il a fallu un plus grand nombre de travailleurs que d'ordinaire pour accroître la production, puisqu'en moyenne, ceux-ci travaillaient moins d'heures chaque semaine.

4. Du deuxième trimestre de 1976 au quatrième trimestre de 2001, l'emploi et la production ont crû à un rythme moyen annualisé de 1,7 et de 2,9 % respectivement.

5. Les travailleurs à temps partiel sont ceux qui travaillent moins de 30 heures par semaine chez leur principal employeur.

Tableau 1

Part de la croissance de l'emploi selon l'âge et le type de travail

%

Catégorie	Croissance trimestrielle moyenne annualisée 1T2002-2T2003	Part de la variation de l'emploi 1T2002-2T2003	Part de l'emploi total 4T2001
Emploi total	2,7		
À temps plein	2,0	67,0	82,0
À temps partiel	5,0	33,0	18,0
Jeunes travailleurs (de 15 à 24 ans)	3,0	17,0	15,0
À temps plein*	2,0	7,0	8,0
À temps partiel*	4,0	11,0	7,0
Travailleurs dans la force de l'âge (de 25 à 54 ans)	1,0	33,0	74,0
À temps plein*	1,0	27,0	65,0
À temps partiel*	2,0	7,0	9,0
Travailleurs d'âge mûr (55 ans et plus)	12,0	50,0	11,0
À temps plein*	11,0	35,0	9,0
À temps partiel*	16,0	14,0	2,0

* Les données étant désaisonnalisées séparément, il est possible que la somme des chiffres ne corresponde pas au total indiqué.
Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

Ce glissement vers l'emploi à temps partiel s'est produit non seulement dans les services tels que l'hébergement et l'alimentation, où cette forme de travail prédomine en général, mais aussi dans les secteurs où l'emploi à temps partiel est peu répandu, comme ceux de la fabrication, du transport ainsi que des services financiers, des assurances, de l'immobilier et du crédit-bail. De plus, l'augmentation de l'emploi à temps partiel concernait surtout des postes permanents plutôt que des postes saisonniers, contractuels ou occasionnels.

Les forts gains enregistrés au chapitre de l'emploi à temps partiel résultent en grande partie d'un choix délibéré des travailleurs. De fait, une proportion exceptionnellement élevée de la croissance de l'emploi à temps partiel est attribuable aux 55 ans et plus, qui préfèrent travailler à temps partiel dans une proportion de plus de 80 % (Tableau 1)[6].

Parallèlement, il se peut que les entreprises aient opté pour l'embauche d'employés à temps partiel parce que la succession de secousses encaissées par l'économie américaine avait accentué l'incertitude au sujet des perspectives d'évolution de la demande globale à court terme. L'incidence possible de l'incertitude sur les décisions d'embauche est illustrée par la croissance beaucoup plus rapide que l'emploi à temps partiel a connue par rapport à l'emploi à temps plein aux États-Unis du début de 2002 au milieu de 2003, d'après les données tirées de la publication *Current Population Survey* du bureau américain de la statistique. Les entreprises peuvent accroître l'apport de travail en recrutant davantage de travailleurs à temps plein ou à temps partiel, ou en allongeant les heures de travail du personnel en place. L'incertitude a pu amener certaines entreprises à privilégier le temps partiel parce que les coûts fixes qui y sont associés sont vraisemblablement plus bas que pour le travail à temps plein. À mesure que l'économie se raffermit et que l'incertitude s'atténue, la proportion d'emplois à temps plein devrait grimper, ce qui pourrait se traduire par une progression de l'emploi plus lente que celle observée au cours de la période récente.

Un autre facteur favorable à la croissance vigoureuse de l'emploi est le rythme modéré des hausses de salaires, qui a incité les entreprises à embaucher de nouveaux travailleurs pour accroître la production. Durant la période de six trimestres terminée en juin 2003, la rémunération horaire dans le secteur des entreprises a augmenté à un taux moyen annualisé de 2,1 %. Cette faible progression tient en partie à la forte montée du taux d'activité global, qui a eu pour effet d'élargir l'offre de main-d'œuvre et d'endiguer les pressions qu'une demande insatisfaite de main-d'œuvre aurait pu exercer sur les salaires.

L'offre de main-d'œuvre

Après s'être replié de façon plus ou moins continue durant la première moitié des années 1990, le taux d'activité global a amorcé en 1996 une remontée. Celle-ci s'est beaucoup accentuée après 2001, et le taux d'activité a été propulsé à un sommet sans précédent au deuxième trimestre de 2003 (Graphique 2). Ce profil d'évolution reflète dans une large mesure celui du groupe des 55 ans et plus (Tableau 2), qui est à l'origine de plus des quatre cinquièmes de l'augmentation de 1,4 point de pourcentage enregistrée par le taux d'activité global du premier trimestre de 2002 au deuxième trimestre de 2003. Il convient de mentionner également les hausses du taux d'activité et du taux d'emploi des jeunes travailleurs (ceux âgés de 15 à 24 ans) depuis la fin des années 1990, mais leur rythme

6. Les raisons de la hausse de l'offre de main-d'œuvre chez les personnes âgées de 55 ans et plus sont analysées plus loin.

Graphique 2

Taux d'activité global

%

Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

ne s'est pas grandement accéléré au cours des 18 derniers mois[7]. Pour ce qui est des taux d'activité masculin et féminin chez les 25 à 54 ans, leur tendance est restée inchangée depuis le milieu des années 1990 : grande stabilité dans le cas des hommes et orientation à la hausse dans celui des femmes (Graphique 3).

Tableau 2

Contribution aux taux d'activité agrégés

Groupe d'âge	Taux d'activité (%)			Contribution à la variation du taux d'activité (en points de pourcentage)	
	4T1996	4T2001	2T2003	1T1997-4T2001	1T2002-2T2003
Hommes de					
15 à 19 ans	48,1	52,7	54,4	0,12	0,04
20 à 24 ans	79,1	79,1	81,3	(0,05)	0,09
25 à 54 ans	90,7	91,2	91,7	(0,25)	(0,18)
55 ans et plus	32,2	34,3	38,0	0,49	0,61
Femmes de					
15 à 19 ans	46,8	52,5	54,8	0,17	0,06
20 à 24 ans	73,1	74,5	77,0	0,01	0,11
25 à 54 ans	76,3	79,1	80,6	0,36	0,15
55 ans et plus	16,5	19,8	23,0	0,59	0,56
Taux d'activité global	64,6	66,0	67,5	1,4	1,4

Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

7. Le taux d'emploi est défini comme le quotient de l'emploi par la population en âge de travailler.

Les taux d'activité diffèrent considérablement selon l'âge et le sexe et subissent l'influence d'une vaste gamme de facteurs. Parmi ceux-ci figurent les conditions d'emploi, qui sont liées aux variations cycliques de la demande de main-d'œuvre (le segment de la population le plus sensible à ces variations est celui des jeunes), et deux facteurs structurels : les modifications de la richesse personnelle et les effets de cohorte, ou la tendance des cohortes nouvelles à afficher des taux d'activité supérieurs à ceux des cohortes précédentes, en raison notamment de leur niveau de scolarité plus élevé et de l'incidence cumulative des transformations socio-économiques[8]. Les effets de cohorte sont surtout manifestes dans les taux d'activité féminins.

Le groupe des 55 ans et plus est à l'origine de plus des quatre cinquièmes de l'augmentation de 1,4 point de pourcentage enregistrée par le taux d'activité global.

L'augmentation que connaît le taux d'activité du groupe des 55 ans et plus depuis 1996 semble tenir largement à un effet de cohorte, qui découle sans doute d'une hausse des niveaux de scolarisation et d'une diversification des compétences. En outre, l'offre de meilleures conditions d'emploi a probablement joué un rôle dans le redressement du taux d'activité de ce groupe, comme en témoigne la nette diminution du nombre de travailleurs découragés et de travailleurs en attente de rappel parmi les 55 ans et plus. Tout indique également que les restructurations industrielles et la disparité qui en a résulté entre les compétences disponibles et les exigences des employeurs — laquelle serait partiellement responsable du recul du taux d'activité chez les hommes de 55 ans et plus durant la première moitié des années 1990 — n'ont pas été un facteur significatif pendant la seconde moitié de la décennie[9]. Il se peut aussi que les variations de la richesse personnelle aient influé sur l'activité des 55 ans et plus, mais pas

8. Pour un examen de l'évolution et des tendances du taux d'activité, voir Ip (1998).

9. Pour une analyse détaillée des résultats de l'enquête sur la restructuration des entreprises, voir Kwan (2000).

Graphique 3

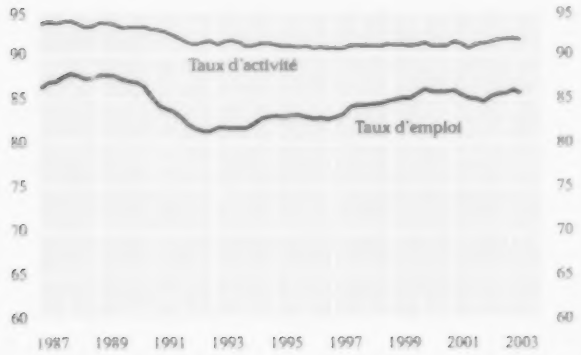
Taux d'activité et taux d'emploi

%

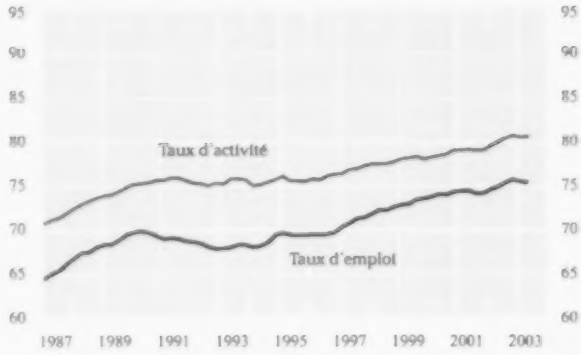
Hommes de 15 à 24

Femmes de 15 à 24

Hommes de 25 à 54

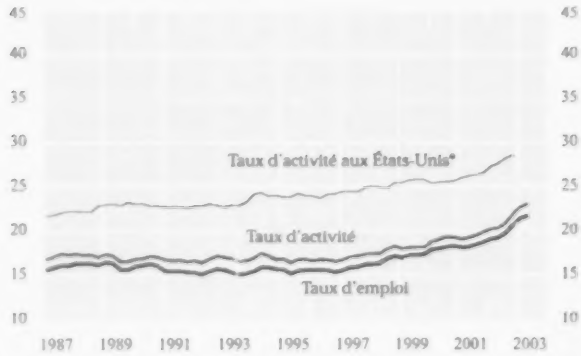


Femmes de 25 à 54



Hommes de 55 ans et plus

Femmes de 55 ans et plus



* Cette série désaisonnalisée [illegible]mine au quatrième trimestre de 2002.
Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada, et *Current Population Survey*, U.S. Bureau of Labour Statistics.

toujours dans le même sens[10]. Par exemple, la richesse de ce groupe s'est accrue au cours des années 1990, sous l'impulsion principalement de l'augmentation de la valeur des avoirs en actions et des REER, ce qui a peut-être ralenti la progression du taux d'activité des 55 ans et plus entre 1996 et 2001. Par contre, la chute de la richesse personnelle par rapport au PIB en 2001 et en 2002, qui était surtout imputable à la forte correction des cours boursiers, ainsi que la baisse prononcée des revenus réels en intérêts et en dividendes ont pu susciter davantage de retours sur le marché du travail[11]. Par conséquent, il est possible qu'un effet de richesse ou de revenu ait d'abord atténué, puis, plus récemment, accentué l'influence conjuguée d'un important effet de cohorte et d'un raffermissement cyclique de la demande de main-d'œuvre.

Bien qu'il soit difficile de déterminer avec précision la contribution respective des facteurs cycliques et structurels à la hausse du taux d'activité des 55 ans et plus, il y a tout lieu de croire que celle-ci est de nature essentiellement structurelle. L'expérience des États-Unis est instructive à cet égard. Elle révèle un redressement analogue du taux d'activité des 55 ans et plus depuis le milieu des années 1990 environ, en dépit du fait que la croissance de l'emploi a été beaucoup plus faible dans ce pays qu'au Canada (Graphique 3). Cette observation donne à penser que des facteurs structurels communs ont joué un rôle prépondérant dans les deux pays.

La vive remontée du taux d'activité des 15 à 24 ans depuis la fin des années 1990 reflète en grande partie l'amélioration marquée de la situation sur le marché du travail. Le taux d'emploi des jeunes est en effet passé d'un creux de 52 % en 1997 à 58 % au premier semestre de 2003 (Graphique 3). L'augmentation du taux d'activité a été plus nette chez les 15 à 19 ans, ces derniers réagissant davantage aux fluctuations cycliques de la demande de main-d'œuvre que les 20 à 24 ans. De plus, le taux de fréquentation scolaire des 15 à 24 ans, qui avait grimpé de 3,5 points entre 1991 et 1996, est passé de 65 à 63 % entre 1996 et 2001, ce qui a contribué de façon modeste au bond du taux d'activité.

Comme les hausses des taux d'activité chez les hommes et les femmes de 55 ans et plus et les femmes de 25 à 54 ans semblent avoir une origine essentiellement structurelle depuis 1996, il devrait en être de même pour celle du taux d'activité global.

Le taux de chômage

Le taux de chômage, qui dépend de l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, a diminué tout au long de la deuxième moitié des années 1990, presque jusqu'à ce que la récession s'amorce aux États-Unis, au début de 2001. Il a ensuite augmenté temporairement avant de fléchir de nouveau en 2002. Malgré une progression appréciable de l'emploi en 2002, le taux de chômage n'a que légèrement baissé, par suite de la hausse sensible du taux d'activité global. Lorsque la demande de main-d'œuvre s'est légèrement contractée au premier semestre de 2003, le taux de chômage s'est rapproché du creux touché à la fin des années 1980 (Graphique 4). Cette évolution a été observée dans les différents groupes d'âge des deux sexes.

La baisse tendancielle du taux de chômage depuis le début des années 1990 a été associée à une chute rapide du taux de chômage à long terme et à une

Graphique 4

Taux de chômage

Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

10. Paquet, Sargent et James (2000) montrent que la richesse est un déterminant des taux d'emploi. Nous faisons l'hypothèse que l'effet de richesse influe également sur les taux d'activité.

11. L'on s'attend à ce que la tendance à privilégier les régimes de retraite à cotisations déterminées par rapport aux régimes de retraite à prestations déterminées accentue dans l'avenir la sensibilité des taux d'activité des cohortes plus âgées aux variations de prix des actifs financiers. Au 1er janvier 2000, 14 % des participants à des régimes de retraite au Canada cotisaient à des régimes à cotisations déterminées, contre environ 10 % quatre années auparavant. Voir Canada (2000).

réduction concomitante de la durée moyenne des périodes de chômage, qui est passée de près de 26 semaines en 1994 à environ 16 semaines en 2002

La baisse tendancielle du taux de chômage depuis le début des années 1990 a été associée à une chute rapide du taux de chômage à long terme et à une réduction concomitante de la durée moyenne des périodes de chômage.

(Graphique 5). Cette diminution tendancielle pourrait être liée en partie à des facteurs structurels. Le premier de ces facteurs tiendrait aux effets cumulatifs du durcissement passé des règles de l'assurance emploi[12]. Le ratio des prestataires ordinaires de l'assurance emploi aux chômeurs oscille autour de 45 % depuis 1997, après s'être fortement replié quelques années auparavant[13]. Le second facteur serait l'incidence décroissante des restructurations industrielles. Le taux de chômage à long terme au Canada présente une composante cyclique appréciable, mais son niveau très élevé dans la première moitié des années 1990 pourrait également traduire une dissimilitude d'ampleur inhabituelle entre les compétences disponibles et celles demandées par les entreprises au terme de la vague de restructurations industrielles. Enfin, l'accès plus répandu à Internet pourrait avoir contribué à mieux apparier les emplois et les travailleurs, ainsi que l'ont avancé Katz et Krueger (1999) aux États-Unis. Bien que ce facteur ait sans doute encore une portée limitée, il est probable qu'il gagnera en importance dans l'avenir.

En 2001 et en 2002, les variations du taux de chômage ont été plus prononcées chez les hommes que chez les femmes (Graphique 6). La récession et la reprise en dents de scie aux États-Unis se sont répercutées plus directement sur l'emploi dans le secteur primaire et les secteurs de la fabrication et du transport, où les hommes sont très largement majoritaires, que dans le secteur tertiaire, où les femmes sont généralement plus présentes. En fait, le comportement procyclique plus marqué de la production dans les industries productrices de biens explique en grande partie pourquoi le taux de chômage masculin fluctue davantage que le taux féminin au cours d'un cycle économique donné. Depuis deux ans et demi, le taux de chômage a moins augmenté chez les femmes que

Graphique 5

Durée moyenne du chômage et taux de chômage à long terme*

* Taux de chômage à long terme : nombre de travailleurs sans emploi pendant 27 semaines ou plus divisé par la population active
Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

Graphique 6

Taux de chômage des hommes et des femmes

Source : *Enquête sur la population active*, Statistique Canada

12. Des modifications ont été apportées à la loi en novembre 1990, avril 1993, juillet 1994 et juillet 1996.

13. Les prestations ordinaires excluent les prestations de maternité et parentales et les autres prestations versées dans le cadre de programmes spéciaux.

chez les hommes, même lorsque l'accroissement de la main-d'œuvre féminine était relativement plus rapide. Cette évolution différente est due en partie au fait que les femmes ont bénéficié plus que les hommes du rythme vigoureux de la création d'emplois dans les secteurs de la santé, des services sociaux et de l'éducation[14].

Conclusion

Le taux d'activité global et l'emploi ont connu de fortes hausses au Canada depuis la fin de 2001. La montée du taux d'activité global est en grande partie attribuable au groupe des 55 ans et plus et reflète des effets de cohorte, l'amélioration de la situation sur le marché du travail ainsi que des effets de richesse — bien qu'il soit encore trop tôt pour se prononcer de façon définitive sur l'importance de ces derniers. Une proportion exceptionnelle, soit le tiers, de la croissance récente de l'emploi provient de la progression du nombre d'emplois à temps partiel. Ce phénomène témoigne de la préférence des 55 ans et plus pour le travail à temps partiel et de la volonté des entreprises de faire appel à celui-ci lorsqu'une vive incertitude entoure les perspectives d'évolution de la demande globale. La hausse appréciable de l'emploi à temps partiel a impliqué à son tour le recours à un nombre de travailleurs plus élevé que d'ordinaire pour accroître la production. L'augmentation du taux d'activité chez les 55 ans et plus et leur préférence pour le temps partiel concourent donc à expliquer la croissance relativement vigoureuse de l'ensemble de l'emploi par rapport au nombre total d'heures travaillées et à la production.

Pour ce qui est de l'avenir, les effets de cohorte favoriseront de nouvelles hausses du taux d'activité chez les hommes et les femmes de 55 ans et plus et les femmes de 25 à 54 ans. À court terme, la composante cyclique de la croissance de l'emploi à temps partiel devrait diminuer et celle de l'emploi à temps plein augmenter, à la faveur de la relance de l'économie et de la réduction de l'incertitude. Nous devrions donc observer une progression plus modérée de l'emploi par rapport à la production que celle à laquelle nous assistons depuis quelques années. Nous pourrions en outre être témoins d'un redressement cyclique de la croissance de la productivité du travail, étant donné que le nombre total d'heures travaillées pourrait s'accroître lentement dans les premiers stades de la reprise de l'activité économique.

14. En 2002, les femmes occupaient 82 % des emplois dans le secteur de la santé et de l'aide sociale et 65 % des emplois dans celui de l'éducation. Cette année-là, le nombre de femmes adultes embauchées comme infirmières et comme enseignantes s'est élevé à 21 000 pour chacune de ces professions. Voir Bowlby (2003).

Ouvrages et articles cités

Bowlby, G. (2003). « 2002 — année prospère pour le marché du travail », ***L'emploi et le revenu en perspective***, vol. 15, n° 1, p. 9-15. Publication n° 75-001-XPF au catalogue de Statistique Canada.

Canada. Statistique Canada (2000). « Régimes de pension au Canada ». Publication n° 74-401-XIB.

Ip, I. (1998). « Le taux d'activité de la population canadienne : son évolution et ses tendances », ***Revue de la Banque du Canada*** (été), p. 29-52.

Katz, L., et A. Krueger (1999). « The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s », ***Brookings Papers on Economic Activity***, n° 1, p. 1-65.

Kwan, C. (2000). « Enquête sur la restructuration des entreprises au Canada », ***Revue de la Banque du Canada*** (été), p. 17-30.

Organisation de Coopération et de Développement Économiques (2003). ***Perspectives économiques de l'OCDE***, n° 73. Tableau 31 : Solde financier primaire des administrations publiques corrigé des variations cycliques. Document accessible (en anglais seulement) à l'adresse <http://www.oecd.org/dataoecd/5/51/2483816.xls>.

Paquet, M.-F., T. C. Sargent et S. James (2000). « Forecasting Employment Rates: A Cohort Approach », document de travail n° 2000-06, ministère des Finances.

Les paiements de détail : éléments nouveaux, enjeux et initiatives

*Sean O'Connor, département des Études monétaires et financières**

- *Au Canada, les paiements de détail font intervenir une variété d'instruments de paiement et de systèmes en interrelation, exploités par l'Association canadienne des paiements, l'Association Interac et les nouveaux fournisseurs de services de paiement Internet. Le fonctionnement efficient, sûr et fiable des systèmes de paiement des transactions de détail est indispensable à la productivité des activités commerciales et au bon fonctionnement des marchés des services financiers de détail.*
- *Les transformations structurelles récentes du système de traitement des paiements de détail dans son ensemble s'expliquent en grande partie par l'avènement de technologies de l'information conviviales et par les modifications notables apportées à la réglementation du secteur financier dans le but de promouvoir la concurrence. Ces transformations se sont principalement traduites par l'augmentation du volume et de la variété des paiements électroniques et par la participation accrue de divers groupes d'institutions financières et non financières à la fonction de fournisseurs de services de paiement de détail.*
- *Ces innovations remettent en question les politiques actuelles des secteurs public et privé régissant les paiements de détail, notamment les modalités de l'offre de services; les risques et les coûts que suppose pour les clients le règlement des paiements de détail de grande valeur; la sécurité de l'information relative aux paiements et l'efficience de la transmission de cette information; et les effets de régimes de réglementation différents sur la concurrence entre fournisseurs de services de paiement de détail.*

* L'auteur tient à souligner le précieux apport de Doug Kreviazuk, de l'Association canadienne des paiements, et de collègues de la Banque du Canada.

Bien qu'ils fassent quotidiennement appel au système de traitement des paiements de détail dans le cadre de leurs transactions de toute nature, les Canadiens ont une connaissance générale limitée du rôle de ce système et des facteurs qui agissent sur lui. Grosso modo, un système de paiement regroupe divers éléments. Parmi ceux-ci, mentionnons les instruments de paiement comme les espèces, les chèques et les cartes de crédit; les technologies utilisées pour communiquer et traiter l'information relative aux paiements échangés entre les parties à la transaction et leurs institutions financières; et les processus suivis dans l'échange de fonds de la Banque du Canada entre les institutions financières auprès desquelles les parties aux transactions tiennent des comptes de paiement. Les institutions chargées de lancer et de régler les obligations de paiement sont multiples et se spécialisent dans la prestation de différents services. Pour ce qui est des paiements « de détail », il n'existe pas de définition simple. Ces derniers se rapportent généralement aux obligations découlant d'opérations commerciales et financières de détail entre particuliers et entreprises, comme les transferts entre eux et avec les administrations publiques. Les paiements de détail ne sont pas tous modestes mais, lorsqu'on les compare aux paiements de grande valeur auxquels donnent lieu les opérations financières entre institutions, leur valeur moyenne est beaucoup plus faible et leur volume quotidien, considérablement plus élevé. Ils font également appel à un éventail bien plus large d'instruments de paiement et de systèmes transactionnels (CSPR, 1999).

En général, les instruments de paiement de détail nous sont relativement familiers, mais on ne saurait en dire autant de l'infrastructure destinée au traitement de ces instruments de paiement et au transfert des

fonds. Pourtant, le fonctionnement efficient et fiable des éléments constitutifs de cette infrastructure est le véritable moteur du système de traitement des paiements de détail.

Le présent article examine certains des enjeux et des défis nouveaux auxquels font face les secteurs public et privé canadiens en ce qui a trait à l'infrastructure des systèmes de paiement des transactions de détail. Nous y décrivons brièvement l'organisation des systèmes concernant les paiements de détail sans numéraire, de même que la structure et la gestion des marchés relatifs aux services d'infrastructure de ces systèmes au Canada. Nous exposons également les faits saillants de l'évolution récente de ce secteur et analysons certains des enjeux qui percent et certaines des initiatives qui voient le jour. Les lecteurs pour qui les systèmes de paiement sont peu familiers trouveront en annexe un glossaire des principaux termes utilisés.

L'organisation des systèmes de paiement des transactions de détail

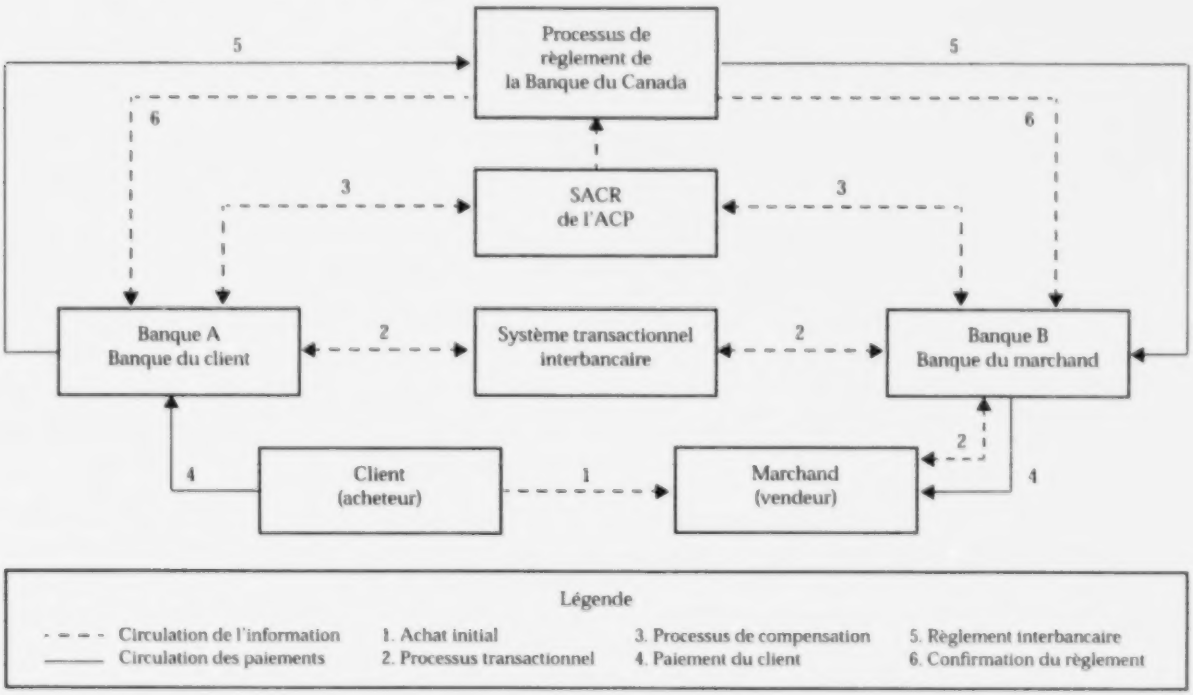
Bien qu'ils présentent certaines différences nationales et internationales, les systèmes de paiement des transactions de détail ont en majorité une structure organisationnelle semblable (voir ci-contre). Ils regroupent habituellement trois sortes de systèmes intégrés : les systèmes transactionnels, les systèmes de compensation et les systèmes de règlement (CSPR, 2000).

Le Graphique 1 reproduit l'organisation d'un système de traitement des paiements de détail ainsi que le cheminement des fonds et de l'information relative au paiement dans le système transactionnel, le système de compensation et le système de règlement.

Le processus de compensation des paiements de détail peut être fortement intégré aux systèmes transactionnels lorsque ces derniers sont très

Graphique 1

Processus de traitement des paiements de détail



La structure des systèmes de paiement des transactions de détail

Systèmes transactionnels

Les systèmes transactionnels font appel aux technologies de l'information et de la communication pour la transmission d'instructions de paiement entre les parties à une transaction de paiement et leurs institutions financières respectives et pour l'échange de l'information pertinente.

Les principaux services transactionnels sont les suivants :

- la vérification de l'identité des parties et de leur solvabilité,
- la validation des instructions de paiement et
- la communication de l'information aux parties et à leurs institutions financières.

Systèmes de compensation

Les systèmes de compensation interviennent dans les échanges bilatéraux d'information relative aux différents paiements et effets de paiement entre les institutions financières et dans le calcul des soldes de règlement de ces dernières.

Le processus de compensation est constitué principalement des éléments suivants :

- le classement et le rapprochement bilatéraux des transactions entre les institutions membres,
- le traitement des données relatives aux paiements,
- le calcul des demandes et des obligations de règlement des membres et
- la transmission des données pertinentes aux institutions membres et à la banque de règlement.

Systèmes de règlement

Le règlement est le processus par lequel les obligations et les demandes de paiement préalablement calculées sont acquittées au moyen de transferts entre les comptes de dépôt que tiennent les institutions à la banque centrale ou dans des banques privées.

Les étapes du processus de règlement sont les suivantes :

- la vérification des positions, en vue du transfert de fonds entre les banques, et de la disponibilité des fonds dans le compte de règlement de l'institution qui effectue le paiement,
- le règlement des obligations par l'inscription des transferts de fonds au compte de règlement de l'institution appropriée et la confirmation de l'exécution du règlement auprès des titulaires de comptes.

centralisés et normalisés, comme dans le cas des cartes de crédit. La charge de travail de traitement interne qui incombe aux institutions débitrices et créditrices s'en trouve allégée. Le système transactionnel et le système de compensation des paiements liés aux transactions par cartes sont généralement exploités par la même organisation, qui établit les normes communes devant être respectées par les institutions participantes et leurs processeurs de données. Les systèmes transactionnels d'autres instruments, comme les chèques et les crédits et débits directs automatisés, qui sont davantage décentralisés et que des institutions financières possèdent et exploitent en propre, peuvent être moins étroitement liés, sur les plans organisationnel et technologique, aux systèmes de compensation de ces instruments. Le traitement de ces derniers par les institutions qui les offrent ou les entités qui en assurent la compensation exige souvent davantage de travail, puisqu'il faut mettre l'information issue

des systèmes transactionnels dans la forme normalisée qu'exigent la compensation et le règlement interbancaires des obligations de paiement. Les systèmes de compensation sont alors généralement mieux intégrés aux systèmes de règlement qu'aux systèmes transactionnels.

Le système de paiement des transactions de détail au Canada

Bien que la structure des systèmes traitant les paiements de détail au Canada corresponde bien à la description globale qui précède, il faut connaître certaines des caractéristiques propres à l'environnement canadien pour comprendre les enjeux naissants.

Les systèmes de compensation et de règlement

Le Système automatisé de compensation et de règlement

Au Canada, les principaux systèmes de compensation et de règlement des paiements entre les institutions financières sont exploités par l'Association canadienne des paiements (ACP). L'ACP est un organisme privé sans but lucratif, appartenant à ses membres et constitué en vertu de la ***Loi canadienne sur les paiements (LCP)***. Les membres de l'ACP sont des institutions financières qui offrent aux particuliers et aux entreprises des comptes, des instruments et des services de paiement. Ces institutions sont admissibles, en vertu de la *LCP*, au statut de participant direct ou indirect aux systèmes de compensation et de règlement de l'ACP. Le système de traitement des paiements de détail de l'ACP est appelé Système automatisé de compensation et de règlement (SACR)[1]. Les participants directs au SACR tiennent des comptes de règlement à la Banque du Canada et ont accès aux facilités de crédit. Le SACR compense diverses catégories de paiements (qui transitent par différents sous-systèmes)[2]. Les obligations et les demandes de paiement brutes de chaque participant dans chacune des catégories sont compilées et font l'objet d'une compensation nette vis-à-vis de tous les participants, ce qui permet d'obtenir la position nette globale de chacun[3]. Dans le cas du SACR, les fonctions de compensation et de règlement sont très intégrées.

Les systèmes de règlement des paiements par cartes de crédit

Les paiements de détail ne sont pas tous compensés et réglés par l'entremise du SACR. Les paiements effectués au Canada par Visa[MD] et MasterCard[MD], tout particulièrement, sont compensés et réglés au moyen des systèmes propres à ces réseaux. Chacun des paiements effectués au moyen de l'une de ces cartes est compensé par le truchement de systèmes établis aux États-Unis. Visa et MasterCard tiennent des comptes de règlement en dollars canadiens auprès d'un participant direct au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), et c'est par l'intermédiaire de ce système que les obligations de règlement entre les contreparties centrales et les institutions financières canadiennes participant aux systèmes de règlement par cartes de crédit sont transférées aux banques de règlement respectives de Visa et de MasterCard ou par elles.

Les systèmes transactionnels

Chaque institution financière canadienne exploite, pour ses clients, divers systèmes transactionnels privés qui vont des systèmes en ligne, pour les opérations bancaires par Internet, aux réseaux de succursales et de guichets automatiques bancaires. La majorité de ces systèmes sont conçus pour traiter les paiements et assurer des services connexes à leurs propres clients seulement. Toutefois, un grand nombre d'institutions investissent également dans des systèmes transactionnels grâce auxquels ils peuvent offrir des services de paiement à leurs clients par l'intermédiaire d'installations partagées ou communes. Certains réseaux partagés sont structurés de façon à relier les systèmes privés des institutions participantes. D'autres réseaux communs sont exploités par une organisation qui soit appartient à un propriétaire indépendant, soit appartient conjointement aux participants qui en sont membres.

1. Voir CCSP (1997a) pour une description du SACR avant la mise en place du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV). On trouvera une description détaillée du STPGV dans Dingle, 1998.

2. Chacune des catégories de paiements du SACR regroupe divers instruments de paiement présentant des caractéristiques communes. Les principales de ces catégories sont les chèques et effets de papier de grande valeur (50 000 $ et plus) et les chèques et effets de papier de petite valeur; les transferts de fonds automatisés (débits et crédits); les paiements par échange de données informatisé (EDI); et les paiements au point de vente (par guichet automatique ou transfert électronique).

3. Voir CCSP (1997a) pour un exemple numérique du fonctionnement des systèmes de compensation nette.

Les systèmes transactionnels à cartes

La majorité des systèmes transactionnels mondiaux partagés de paiements par cartes de crédit sont exploités par des organisations comme Visa, MasterCard et American Express[MD]. Ces systèmes transactionnels, habituellement des systèmes en ligne, permettent aux clients détenant une carte d'une institution membre d'accéder immédiatement à leur marge de crédit, et aux entreprises de détail clientes, d'avoir l'assurance que les paiements sont autorisés. Les services de communication des systèmes transactionnels, ainsi que les normes et les protocoles relatifs aux instructions de paiement électroniques, sont conçus et exploités, ou appliqués, par les fournisseurs de services de réseau associés à l'organisation offrant la carte de crédit.

Les principaux systèmes transactionnels à cartes de débit ou à cartes de guichet automatique au Canada sont également des réseaux partagés. Interac[MD], par exemple, relie les réseaux privés de guichets automatiques des différentes institutions membres par l'intermédiaire de son système de retrait en mode partagé (RMP), qui permet aux clients d'une institution de dépôt de retirer de l'argent de leur compte à un guichet automatique d'une autre institution membre. De fait, certaines entités, qui n'offrent pas à leurs clients de service de dépôt, participent uniquement au système RMP en qualité d'exploitants de réseaux de guichets automatiques. Elles fournissent de l'argent comptant aux clients qui effectuent leurs dépôts auprès d'autres institutions et sont remboursées au moyen de transferts interbancaires transitant par le SACR. Interac relie aussi entre eux, par l'entremise de son système de paiement direct Interac (PDI), les réseaux des institutions participantes acceptant les transferts électroniques de fonds au point de vente. Dans ce cas, les marchands se munissent de terminaux assurant le service PDI, auprès soit de leur institution de dépôt soit d'un fournisseur indépendant de services non financiers, ce qui permet aux détenteurs de cartes de débit Interac émises par d'autres institutions d'effectuer, en règlement de leurs achats, des paiements vérifiables en temps réel.

Bien qu'Interac soit l'exploitant le plus important de systèmes partagés de guichets automatiques et de transfert électronique de fonds au point de vente au Canada, des réseaux semblables mais plus modestes sont exploités dans des régions données ou par certains types d'institutions, comme les caisses populaires et les *credit unions*. De plus, afin de faciliter à leurs clients les paiements de détail transfrontières, les principaux réseaux mondiaux, comme les réseaux de guichets automatiques reliés par Visa/PLUS[MD] et Cirrus[MD] de MasterCard, et le réseau de transfert électronique de fonds au point de vente Maestro[MD] de MasterCard, exercent également leurs activités au Canada.

Les systèmes transactionnels Internet

De nouvelles formes de systèmes transactionnels voient le jour à la faveur d'alliances entre les institutions financières et les entreprises de technologie de l'information (TI) pour la mise au point de modèles de paiement Internet. Ces systèmes transactionnels font appel à des architectures de transmission de l'information relative aux paiements qui sont plus ouvertes que celles de la plupart des systèmes privés traditionnels. Parmi les plus dignes de mention au Canada figurent les divers systèmes de transmission et de facturation électroniques comme eposte[MC], e-route et CertaPay. Ces derniers connectent les marchands participants, les clients et leurs institutions financières de manière à permettre aux marchands de facturer leurs clients, et à ces derniers, de régler leurs factures par voie électronique; en même temps, ils veillent à la protection de l'information transmise. Le règlement interbancaire de ce type de paiements à la consommation est effectué par le truchement du SACR.

D'autres nouveaux systèmes de paiement par Internet, comme le HyperWallet, règlent les paiements de détail par l'intermédiaire de systèmes qui ne relèvent pas de l'ACP. Seuls les fonds à destination ou en provenance des « portefeuilles » des clients, transférés par l'entremise des systèmes bancaires en ligne de leurs institutions financières, sont compensés et réglés au sein du SACR par la banque de règlement de HyperWallet.

L'enjeu, pour les exploitants de systèmes de paiement, consiste à déterminer la meilleure façon de tirer parti des gains d'efficience tout en gérant les risques liés aux paiements.

L'évolution récente dans le domaine des paiements de détail

Les nouvelles applications technologiques en matière de paiement de même que les modifications apportées à la réglementation du secteur financier dans le but de favoriser la concurrence dans les services financiers et d'augmenter l'efficience de ces services expliquent les progrès réalisés sur le marché des paiements de détail au cours de la dernière décennie. Le fait que l'on soit de plus en plus conscient des risques juridiques, financiers et opérationnels que peuvent occasionner les nouvelles technologies de paiement et les nouveaux concurrents dans le domaine des systèmes de paiement vient cependant modérer cet engouement pour une efficience accrue des services de paiement. Si les systèmes et leurs participants sont incapables de contenir et de gérer convenablement ces risques, cela pourrait avoir de graves conséquences financières pour les usagers. Le principal enjeu stratégique pour les exploitants des systèmes de paiements consiste à déterminer la meilleure façon de tirer parti des gains d'efficience tout en maintenant, voire même en améliorant, la capacité des participants, des institutions financières et des systèmes de maîtriser les risques liés aux paiements.

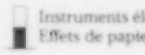
Dans ce contexte, quatre progrès récents sont dignes de mention : l'utilisation accrue des instruments de paiement électronique; l'impartition du traitement des paiements par les institutions financières; la séparation du règlement des paiements de gros et du règlement des paiements de détail; et l'assouplissement des dispositions réglementaires concernant l'accès aux systèmes d'infrastructure de paiement.

Les instruments de paiement électronique

La disponibilité grandissante d'outils de TI de grande qualité — matériel, logiciel et communications réseau — et leur coût décroissant ont favorisé la conception et l'adoption, partout dans le monde, de nouveaux instruments de paiement électronique et systèmes transactionnels. Les institutions financières canadiennes ont été des chefs de file dans le remplacement du numéraire et des chèques de papier par des instruments de paiement électroniques, plus économiques, dont les cartes de paiement et les transferts électroniques de fonds. Le Graphique 2 illustre l'évolution, depuis 1991, des tendances du volume et de la valeur des instruments de paiement de détail sur support papier autres que les espèces et des instruments de paiement électroniques utilisés au Canada.

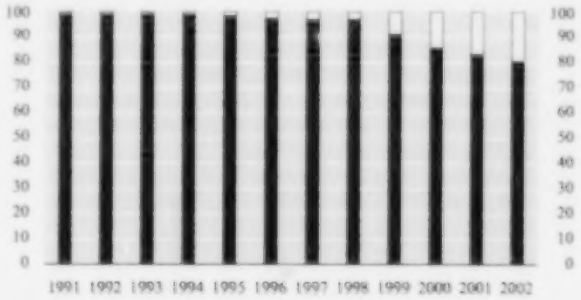
Graphique 2

Tendances observées dans les paiements de détail hors numéraire



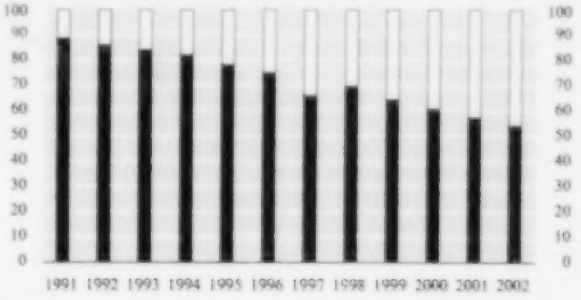
Effets de papier par rapport aux instruments électroniques

Valeur annuelle en %



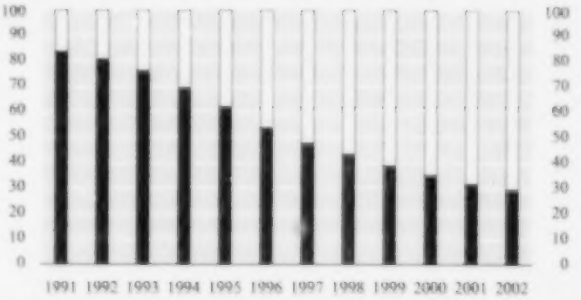
Effets de papier par rapport aux instruments électroniques, à l'exclusion des chèques de montants très élevés

Valeur annuelle en %



Effets de papier par rapport aux instruments électroniques

Volume annuel en %



L'adoption des instruments de paiement électroniques a incité les institutions financières à investir encore davantage dans l'élaboration de systèmes transactionnels électroniques, aussi bien privés que partagés, et dans l'organisation de réseaux, comme leurs propres systèmes Internet et télébancaires et les réseaux Interac partagés. Bien que leur élaboration et leur mise en place soient onéreuses, ces systèmes affichent de faibles coûts par transaction, de sorte que la généralisation de leur usage génère des avantages économiques. C'est pourquoi les institutions participantes ont fait la promotion de cet usage chez leurs clients — particuliers et entreprises — au moyen d'incitatifs financiers et de services groupés.

L'impartition du traitement des opérations et des paiements

Lors de l'élaboration de systèmes de paiement électroniques, les institutions financières ainsi que les sociétés de TI et de traitement des données ont formé des alliances pour mettre au point des applications spécialisées visant à offrir à leur clientèle des instruments de paiement et des services transactionnels. Les institutions financières dont les ressources ou le volume des activités de paiement ne leur permettent pas de mettre en place leurs propres systèmes transactionnels privés concluent des accords avec d'autres organisations pour pouvoir donner à leurs clients l'accès à de tels systèmes. L'ACP et bon nombre des participants directs au SACR ont aussi commencé à donner en sous-traitance ou en co-traitance divers aspects du traitement des paiements et à établir leurs propres entités de traitement partagé des paiements (Freedman et Goodlet, 1998, 2002). Le recours à l'impartition réduit les coûts d'exploitation de la prestation de services de traitement des paiements et permet aux institutions financières de concentrer leurs efforts sur la mise au point et la gestion des comptes et instruments de paiement et des services à la clientèle connexes constituant le pivot de leur fonction.

La séparation du règlement des paiements de gros et de détail

Les principaux risques financiers associés aux systèmes de paiement découlent de l'incertitude relative à la capacité des institutions de s'acquitter de leurs obligations de règlement et de gérer leur liquidité. Les nouvelles technologies de l'information ont permis aux institutions financières de réduire en partie ces incertitudes, moyennant un certain coût, en leur permettant d'accéder à l'information relative aux comptes, de traiter les transferts et de régler les paiements en temps réel. Malgré cela, il subsiste un risque de non-règlement et celui-ci doit être géré.

L'acquisition de liquidités suffisantes pour satisfaire les obligations de paiement cumulatives brutes intrajournalières ou de garanties pour couvrir le risque correspondant au montant brut maximum des demandes de paiement intrajournalières, de manière à protéger le système en cas de défaillance d'un participant, serait trop onéreuse. C'est pourquoi l'on a entrepris de doter les systèmes de paiement de mécanismes de règlement concernant spécifiquement les paiements de grande valeur, auxquels peuvent être attribués une grande partie des coûts associés aux liquidités intrajournalières et au risque afférent. Le traitement des paiements de détail de grande valeur a donc été séparé de celui des paiements de détail de petite valeur, dont le volume est élevé, de sorte que chacun des systèmes puisse trouver son propre équilibre entre économie sur le plan des liquidités et maîtrise du risque. L'ACP a, par exemple, instauré le STPGV au début de 1999 afin de traiter les paiements de grande valeur pour lesquels la rapidité d'exécution était cruciale et qui étaient susceptibles de poser un risque systémique, c'est-à-dire le risque que la défaillance d'une institution participant au système de règlement puisse entraîner celle d'autres participants. Dans les systèmes de règlement des paiements de détail comme le SACR, les probabilités de risque systémique important sont faibles (Northcott, 2002), et l'on met davantage l'accent sur la réduction des coûts et des liquidités que sur la maîtrise du risque. L'ACP a donc entrepris d'ajuster les règles et les procédures du SACR pour améliorer le traitement des paiements de détail au sein de ce système.

L'assouplissement des dispositions réglementaires

Au Canada, l'assouplissement de la réglementation du secteur financier a eu de profondes répercussions sur les systèmes et les marchés de services de paiement nationaux. La législation de 1992, visant la réforme du secteur des services financiers, est à l'origine d'un bon nombre des modifications apportées récemment aux règlements et politiques concernant les systèmes de paiement au Canada, y compris l'autorisation accordée aux institutions financières qui ne sont pas des institutions de dépôt de participer aux marchés des services de paiement par l'intermédiaire de filiales de dépôt (Freedman, 1998). En 1996, la concurrence sur

les marchés des services de paiement s'est encore intensifiée à la faveur de nouvelles initiatives des pouvoirs publics (Daniel, 2002-2003). La nouvelle ***Loi sur la compensation et le règlement des paiements*** (LCRP) a raffermi le fondement juridique de l'imposition de limites efficaces au risque systémique dans les principaux systèmes de compensation et de règlement des paiements, des valeurs mobilières et des opérations de change. Elle exige également que la Banque du Canada désigne les systèmes de compensation et de règlement susceptibles de présenter un risque systémique afin qu'ils soient assujettis à sa surveillance. La LCRP a appuyé la création du STPGV, qui a permis au SACR de se concentrer sur la compensation et le règlement des paiements de détail.

Par ailleurs, une ordonnance par consentement, émise en 1996 par le Tribunal de la concurrence, oblige Interac à élargir l'accès à ses systèmes transactionnels et à modifier sa politique d'établissement des prix de manière à faciliter de nouvelles adhésions et à accroître la concurrence chez les participants au système. L'Association Interac a dû, en outre, éliminer les frais d'accès à ses réseaux de transactions partagés relatifs aux services de guichet automatique et de transfert électronique de fonds au point de vente et n'a obtenu l'autorisation de recouvrer ses coûts qu'au moyen de droits de « commutation » par transaction imposables aux participants[4]. Depuis 1996, l'adhésion à Interac a presque quintuplé et la demande de services Interac a grimpé dans les mêmes proportions.

Le gouvernement a également formé en 1996 deux groupes d'étude qu'il a chargé d'examiner la politique des pouvoirs publics relative au secteur financier et de formuler des recommandations en cette matière. Le Comité consultatif sur le système de paiements (CCSP) s'est penché plus particulièrement sur l'efficience des systèmes de paiement nationaux, en particulier les systèmes de paiement des transactions de détail, sur la limitation du risque dans ces systèmes et les intérêts des consommateurs y recourant (CCSP, 1997b). Le groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens, quant à lui, s'est intéressé aux marchés de services financiers dans une perspective beaucoup plus large, intégrant bon nombre des constatations du CCSP dans ses recommandations sur les systèmes de paiement (Groupe de travail, 1998). Ces travaux et d'autres encore ont abouti à des modifications législatives visant à autoriser les succursales de banques étrangères à exercer leurs activités au Canada. Certaines banques étrangères effectuaient déjà à distance (c'est-à-dire sans présence physique) des prêts sur le marché canadien[5]. De nouveaux réseaux partagés de guichets automatiques et de nouveaux systèmes de cartes de débit ont également vu le jour, proposant des services destinés à des créneaux particuliers et possédant de petits réseaux régionaux partagés ou offrant un éventail plus large de services destinés à des groupes institutionnels précis tels que les ***credit unions***. Certains d'entre eux, comme le système de cartes de débit hors ligne de MasterCard, sont centrés sur les paiements de détail transfrontières et leur activité sur le marché des paiements nationaux est limitée.

Des modifications supplémentaires ont été apportées à la législation en 2002 pour promouvoir un accroissement de la concurrence et de l'efficience et une meilleure sensibilisation aux besoins des consommateurs sur les marchés de services financiers nationaux. Des changements touchant les systèmes de paiement ont été incorporés à la ***Loi canadienne sur les paiements (LCP)***. Ces modifications ont élargi les rangs de l'ACP et l'accès au SACR, ce qui est perçu comme étant favorable à une concurrence efficace sur les marchés d'utilisateurs finals de paiements de détail. Les entités qui ne sont pas des institutions de dépôt, plus précisément les sociétés d'assurance vie, les courtiers en valeurs mobilières et les fonds communs de placement du marché monétaire, peuvent maintenant adhérer à l'ACP et participer au SACR. Certaines d'entre elles offraient déjà des services de paiement et adhéraient à l'ACP par l'intermédiaire de filiales de dépôt. D'autres ont exprimé une préférence pour l'offre directe de services de paiement aux clients, par l'intermédiaire de leur société mère, bien qu'aucune n'ait encore choisi d'adhérer à l'ACP. La *LCP* a également conféré au ministre des Finances des pouvoirs

4. Les participants versent des droits de commutation couvrant les dépenses engagées par l'exploitant du réseau pour acheminer l'information relative aux paiements par le truchement de commutateurs reliant les participants au réseau. Ces participants peuvent également exiger les uns des autres des frais d'échange de données pour récupérer leurs propres coûts de traitement des transferts interbancaires, et réclamer des consommateurs des droits supplémentaires et autres frais d'utilisation.

5. Depuis 1980, les banques étrangères sont autorisées à exercer leurs activités au Canada par l'intermédiaire de filiales en propriété exclusive. Constituées au Canada, ces filiales, à l'instar de celles des autres institutions financières, sont considérées comme des établissements bancaires canadiens aux yeux de la loi. Inversement, en vertu du régime, les succursales canadiennes d'institutions financières constituées à l'étranger ne sont pas des entités juridiques indépendantes.

de surveillance générale des paiements. Le ministère des Finances et la Banque du Canada ont donc créé un comité consultatif en matière de paiements pour coordonner leurs activités respectives de surveillance et pour conseiller le gouverneur de la Banque du Canada et le ministre des Finances sur les questions d'intérêt commun dans ces domaines.

Les systèmes de paiement des transactions de détail — Enjeux et initiatives

Les enjeux actuellement en émergence au Canada prennent leur source dans les changements de la dernière décennie et dans la recherche continuelle d'un compromis approprié entre l'efficience et la maîtrise du risque, au fil de l'évolution des systèmes de paiement. Les plus importants de ces enjeux ont trait à l'infrastructure et aux marchés des services de paiement; à l'application de nouvelles technologies en matière de paiement; à la concurrence entre les systèmes d'infrastructure de paiement des transactions de détail, et à l'accès à ces systèmes. L'ACP et d'autres organisations du secteur, souvent en collaboration avec les autorités responsables de la surveillance des paiements, ont déjà entrepris de se pencher sur certains de ces enjeux.

Au moment où l'Association canadienne des paiements et d'autres organismes publics et privés commencent à s'attaquer à plusieurs des problèmes prédominants, d'autres se profilent.

L'infrastructure et les services

Afin de réduire les coûts réels des services d'infrastructure des systèmes de paiement pour les institutions financières et, en définitive, pour leurs clients, les efforts visant l'amélioration de l'efficience et de la qualité de ces services sont quasi incessants. La façon idéale de concevoir et de mettre en place ces améliorations soulève toutefois bon nombre d'épineux problèmes de gestion, les principaux d'entre eux touchant la participation par paliers aux systèmes de compensation et de règlement, l'utilisation efficiente du STPGV pour le règlement des paiements de détail et l'infrastructure appuyant les paiements de détail transfrontières.

La participation par paliers

Presque tous les systèmes transactionnels, systèmes de compensation et systèmes de règlement exploités au Canada ont des modalités de participation par paliers. Ainsi, certaines institutions membres d'un système ont accès aux services de réseau par l'intermédiaire d'autres institutions qui participent directement au réseau[6]. Étant donné que les coûts de mise en place et d'exploitation qu'exige la participation directe au SACR peuvent être substantiels, en particulier pour les institutions dont le volume de paiements est relativement modeste, la participation indirecte peut s'avérer une solution efficace pour bon nombre d'entre elles. Certains participants directs au réseau de règlement (que l'on appelle « agents de compensation ») jugent attrayant le créneau de l'offre de services de compensation et de règlement aux participants indirects, à la condition qu'ils soient en mesure de maîtriser avec efficacité les risques de règlement que les participants indirects peuvent leur imposer à eux et au système.

L'une des questions à l'étude est celle des critères de *participation directe* au SACR. Compte tenu de la diversité accrue des institutions financières qui adhèrent à l'ACP ainsi que des changements technologiques et législatifs qui, depuis quelques années, ont modifié les coûts du traitement et les risques de règlement pour les usagers des services de compensation, les membres de l'ACP ont demandé que soient examinées les conditions de participation au SACR à titre d'adhérent et d'agent de compensation. Par exemple, les sociétés d'assurance vie et les fonds communs de placement du marché monétaire étant assujettis à une réglementation et un régime juridique différents de ceux qui s'appliquent aux institutions de dépôt, ils ne peuvent actuellement participer qu'à titre de sous-adhérents[7].

6. Il peut également y avoir des institutions offrant des services de paiement à des utilisateurs finals, qui ne participent à aucun système. Celles-ci ont accès à ce genre de services par le truchement d'accords contractuels avec d'autres institutions qui elles participent au système. Ces institutions sont, par exemple, des émetteurs de cartes de paiement, des fournisseurs de services de paiement Internet ou des fournisseurs de services de transfert par câble.

7. Outre les restrictions institutionnelles auxquelles est assujettie la participation directe au SACR, il existe actuellement une exigence en vertu de laquelle les adhérents doivent effectuer la compensation d'au moins 0,5 % du volume annuel pris en charge par le système. Tous les membres de l'ACP peuvent participer directement au STPGV.

La majorité des membres préféreraient un assouplissement des conditions de participation directe, mais certains s'inquiètent des risques et des coûts que cela pourrait entraîner pour le système. Puisque la modification des conditions de participation exigerait celle du règlement de la LCP applicable au SACR, l'ACP, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont formé, pour étudier cette question, un groupe d'étude mixte qui devrait remettre son rapport et ses recommandations au conseil d'administration de l'ACP et au ministre des Finances d'ici la fin de 2004.

La question de l'*accès aux facilités de règlement* de la Banque du Canada est étroitement lié à celle des critères de participation directe aux systèmes de règlement de l'ACP, qui comprennent l'accès aux comptes de règlement de la Banque du Canada. La politique de cette dernière consiste aussi à accorder aux titulaires de comptes un crédit intrajournalier. Ces dispositions supposent un élément essentiel : la Banque du Canada doit avoir une sûreté valide de première priorité sur les biens remis en nantissement du prêt. Certaines institutions financières étant assujetties, en matière de nantissement et d'insolvabilité, à des restrictions et à des régimes qui diffèrent de ceux auxquels doivent se soumettre les institutions de dépôt, il peut s'avérer plus difficile pour la Banque d'obtenir une telle sûreté sur les biens remis en nantissement. Consciente du fait qu'un compte de règlement sans accès au crédit intrajournalier diminuerait l'intérêt d'une participation directe au SACR pour les institutions admissibles, la Banque du Canada a examiné différentes options qui permettraient à toutes les catégories d'institutions membres de l'ACP pouvant adhérer au SACR de se prévaloir de ces facilités de règlement. Le fait que le règlement des obligations nettes du SACR s'opère maintenant au sein du STPGV facilite la résolution de cette question (Tuer, 2003). Les biens affectés en garantie du crédit consenti pour régler les obligations du SACR seraient associés aux paiements du STPGV, de sorte que la sûreté de la Banque sur les garanties de toutes les catégories d'institutions participant au STPGV serait légalement protégée par la *LCRP* de tout sursis à l'exécution.

Une autre préoccupation que soulève la participation par paliers est celle ***du risque et de la concentration du marché***. Étant donné que les agents de compensation sont relativement peu nombreux à offrir des services de compensation et de règlement aux participants indirects à un système de règlement, les paiements réglés sur les comptes de ceux-ci augmentent en volume et en valeur par rapport à ceux transitant par le système de règlement interbancaire. La concurrence entre les agents de compensation pour leurs services contribue au maintien de la qualité de ces derniers et à des prix très proches des véritables coûts de production et de gestion des risques qu'assument ces agents.

Au Canada, seuls quelques participants directs au SACR jouent le rôle d'agents de compensation auprès des sous-adhérents. En fait, ils exploitent leurs propres systèmes de compensation et de règlement (appelés quasi-systèmes) au sein de l'ACP. Une défaillance inopportune de l'un des principaux agents de compensation pourrait perturber gravement les opérations de règlement du SACR et provoquer une onde de choc sur les marchés des utilisateurs finals des services de traitement des paiements de détail. De façon similaire, la défaillance d'un sous-adhérent important pourrait occasionner des difficultés financières pour son agent de compensation, qui pourrait devoir assumer une part de responsabilité dans le règlement des obligations du sous-adhérent en question à l'égard du SACR, et pour d'autres participants dont il serait le débiteur.

Il ne suffit pas de veiller à ce qu'existe une concurrence efficace sur le marché des services de compensation; il faut aussi déterminer comment améliorer la transparence et limiter les risques associés aux quasi-systèmes (CSPR, 2003). Les règles et les procédures en vigueur à l'ACP en ce qui a trait au SACR s'appliquent de manière limitée aux ratés des quasi-systèmes des agents de compensation. Aussi, le Bureau du surintendant des institutions financières, responsable de la surveillance et de la régie de la majorité des institutions financières membres de l'ACP, vérifie les programmes globaux de gestion du risque financier des principaux agents de compensation. Toutefois, les contrôles expressément mis au point par les agents de compensation pour gérer le risque financier et le risque opérationnel associés à leurs propres quasi-systèmes ne sont pas très transparents. Le groupe d'étude mixte sur la participation directe au SACR (réunissant l'ACP, la Banque du Canada et le ministère des Finances) doit se pencher sur cette question.

L'utilisation efficiente du STPGV pour les paiements de détail de grande valeur

Un enjeu crucial relativement aux systèmes de paiement des transactions de détail au Canada est la migration accrue des paiements de grande valeur du SACR vers le STPGV. Les paiements compensés et

réglés par l'intermédiaire de ces systèmes ne sont pas tous modestes en termes absolus ou par rapport aux ressources financières du payeur ou du bénéficiaire. Par exemple, les paiements individuels par chèque de 50 000 dollars et plus traités par le SACR n'ont représenté en 2002 que 0,15 % du volume total des échanges, mais ont totalisé 57 % de leur valeur, pour une somme annuelle totale équivalente à 208 fois le revenu intérieur brut. Rien ne porte à croire que le SACR est exposé à un risque systémique important à l'heure actuelle, mais certaines institutions peuvent parfois exposer le système à un risque élevé de non-règlement ou être elles-mêmes exposées à des risques qui pourraient entraîner des pertes substantielles pour les participants (Northcott, 2002). C'est pourquoi les risques financiers auxquels sont exposés les participants au SACR qui prévoient encaisser des paiements de détail de grande valeur pourraient être réduits davantage si ces paiements migraient du SACR vers le STPGV.

L'amélioration de la qualité des systèmes d'infrastructure de paiement et de la sécurité financière des participants au SACR doit être dosée en fonction de la hausse des coûts par paiement qu'elle occasionne pour les participants et leurs clients.

Les différents membres de l'ACP qui participent à la fois au SACR et au STPGV sont réticents, pour des motifs tant légaux que commerciaux, à exiger unilatéralement de leurs clients qu'ils soumettent désormais au STPGV leurs paiements de grande valeur qui sont actuellement compensés et réglés par l'intermédiaire du SACR. Même s'il n'existe aucun montant minimum pour les paiements traités par le STPGV et que le traitement des paiements de détail de grande valeur par le STPGV serait plus sûr pour toutes les institutions participant au SACR, l'augmentation du coût par transaction que doivent assumer les clients pour cette sécurité accrue freine la demande. Les avantages supplémentaires que sont l'irrévocabilité des paiements, l'immédiateté du règlement et la communication en temps réel de l'information relative au paiement sont habituellement plus précieux pour les clients qui reçoivent des paiements de grande valeur que pour ceux qui les émettent. D'autre part, la majorité des clients commerciaux ne sont exposés à un risque financier important que lorsqu'il y a, ce qui est rare, manquement aux obligations de paiement transitant par le SACR. Néanmoins, en juillet 2002, l'ACP a décrété que les paiements sur support papier dont la valeur égale ou excède 25 millions de dollars ne seraient plus admissibles à la compensation et au règlement par l'intermédiaire du SACR, à compter d'août 2003, en raison de l'importance du risque de non-règlement qu'ils présentent. Bien que cette décision ne touche que quelques centaines de paiements par jour, on estime que le plafond de 25 millions de dollars a déjà donné lieu à une baisse d'environ 16 % de la valeur globale des instruments traités par l'entremise du SACR.

Puisque cette initiative devrait réduire le risque financier auquel sont exposés tous les participants au SACR, il a été proposé d'étendre ce plafond à toutes les catégories de paiements électroniques transitant par le SACR. La majorité des paiements appartenant à ces catégories sont réglés « en bloc » — c'est-à-dire qu'il s'agit de paiements individuels regroupés en vue de leur compensation interbancaire. La question sur laquelle doit se pencher l'ACP est de savoir si les gains au chapitre de la sécurité financière collective de tous les participants au SACR et de leurs clients suffisent à justifier les coûts de restructuration qu'ils imposent aux différents participants et la hausse des coûts par paiement que les clients de ces derniers doivent assumer.

Les systèmes de règlement des paiements de détail transfrontières

Bien que les preuves statistiques concluantes à cet égard soient peu nombreuses, les sondages et les données informelles recueillies suggèrent que les échanges de paiements de détail transfrontières, bien qu'ils soient encore modestes en volume et en valeur comparativement aux échanges nationaux, croissent à un bon rythme (CSPR, 2003). En plus des paiements de détail afférents aux voyages d'affaires et au tourisme outre-frontière, les paiements interentreprises et les opérations de cybercommerce entre consommateurs et entreprises augmentent à la cadence de l'intensification du commerce de détail transfrontières. Au Canada, la majorité de ces paiements mettent en cause des résidents des États-Unis et des systèmes mondiaux de paiement au moyen de cartes comme Visa et

MasterCard pour l'exécution de transactions de crédit ou des transactions faisant appel aux guichets automatiques ou aux cartes de débit. Le règlement interbancaire de ces paiements et de la plupart des autres obligations de paiement s'opère en vertu d'arrangements de correspondance bancaire, qui permettent à une banque privée dans un pays de détenir un compte de règlement en devises auprès d'une banque privée dans un autre pays. Certaines des relations de correspondance des banques canadiennes appuyant le règlement des paiements électroniques en dollars É.-U. et en euros relèvent de dispositions de compensation multilatérale transfrontières[8]. Jusqu'à maintenant, cependant, ce genre d'arrangements a récolté peu de succès sur le marché. Le volume et la valeur limités des paiements qui y transitent, ajoutés aux investissements substantiels engloutis dans les accords bilatéraux de correspondance bancaire existants, ne militent pas pour l'instant en faveur d'une participation aux systèmes de compensation multilatéraux.

Les changements réglementaires récents au sein de l'Union européenne (UE) ont stimulé les initiatives visant l'établissement d'une forme quelconque d'arrangements transfrontières entre les organismes de compensation nationaux de l'eurosystème, soit le système de paiement des pays ayant adopté l'euro. Les organismes de compensation d'autres pays de l'UE qui ont leur propre devise mais dont les échanges de paiements avec l'eurosystème se multiplient, ainsi que des chambres de compensation des États-Unis, songent à prendre part à certains projets d'accords multilatéraux. D'autre part, les principales organisations de services internationaux comme la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), qui offre des services standardisés de messagerie de paiements, ont amorcé la conception d'applications pour la transmission outre-frontière de fichiers de paiements de détail groupés. Le développement et la généralisation des normes multilatérales en matière de compensation des paiements de détail transfrontières rendront la participation aux systèmes multilatéraux plus attrayante. Les institutions financières canadiennes devront alors se demander s'il ne vaudrait pas la peine de reconsidérer leur participation à certains arrangements multilatéraux.

8. Les institutions financières canadiennes participent déjà à certains mécanismes de transmission et de compensation de paiements de détail transfrontières, comme la International Automated Clearing House (IACH) du système de la Réserve fédérale, et le réseau Transferts Interbancaires de Paiements Automatisés (TIPANET) exploité par le TIPA Group S.C.

L'application de nouvelles technologies de paiement

Les innovations en matière de technologies de l'information ont encouragé la mise au point d'applications plus diversifiées et plus complexes pour le paiement des transactions de détail. C'est particulièrement le cas des instruments de paiement électronique et des systèmes transactionnels faisant appel à Internet. Toutefois, ces progrès continuent de susciter des problèmes concernant notamment la sécurité de l'information relative aux paiements, l'élaboration de normes communes relatives à l'interopérabilité et au traitement continu et le remplacement des paiements sur support papier par des effets de paiement électroniques à faible coût.

La sécurité de l'information sur les paiements

Pour ce qui est des systèmes transactionnels relatifs aux paiements de détail, des impératifs financiers commandent de délaisser les structures fermées et dédiées ayant pour seul objet la transmission de l'information — qu'utilisent les institutions financières dans leurs systèmes bancaires électroniques privés et partagés — au profit de structures ouvertes comme le Web, dont le coût est plus avantageux pour les utilisateurs multiples. Le recours à une architecture plus souple pour la transmission d'un vaste éventail de données peut réduire les coûts globaux des opérations. Les deux principaux problèmes que soulève cette stratégie sont la protection de l'information contre les accès non autorisés tant en cours de transmission que dans les fichiers d'entreposage des marchands et des fournisseurs de services, et la vérification précise de l'identité véritable de toutes les parties engagées dans une opération de paiement. Les systèmes à architecture ouverte, conçus pour les utilisateurs multiples, sont plus vulnérables au vol d'information et à l'usurpation d'identité que ne le sont les systèmes dédiés fermés, qui peuvent être spécialisés dans la protection de très haut niveau de toute l'information transmise.

Les cartes de crédit sont l'instrument de paiement traditionnel le plus utilisé dans les transactions de cybercommerce. Les sociétés émettrices de cartes comme Visa et MasterCard ont donc amélioré leur protocole de transmission sécuritaire — protocole SET (*Secure Electronic Transmission*) — afin de s'adapter à l'acheminement d'information à l'aide d'architectures plus ouvertes. On observe également des mises à niveau des technologies s'appliquant aux cartes de paiement et aux outils connexes qui emmagasinent,

lisent et transmettent les données codées sur l'identité des titulaires de cartes, les comptes de paiement et les flux de demandes et d'autorisations de paiement. Parmi les initiatives annoncées au Canada au cours de la dernière année figurent l'incorporation de puces à circuit intégré — mini-ordinateurs — aux cartes de paiement et l'application des normes de sécurité pour cartes à puce énoncées par Europay-MasterCard-Visa (EMV). Cette technologie peut également favoriser une diminution du coût d'utilisation des cartes de paiement pour leurs usagers, car elle permet de regrouper de multiples fonctions d'information sur une même carte.

Les nouvelles technologies de paiement et les nouvelles normes relatives aux services d'infrastructure peuvent contribuer à l'amélioration de la qualité des services, à la réduction du coût réel des paiements et à la diminution de certains risques existants, mais elles en engendrent aussi de nouveaux.

Bien que les cartes de paiement munies de meilleurs moyens de protection des données soient jugées appropriées au télépaiement par Internet, d'autres instruments électroniques sécuritaires de crédit et de débit servant au paiement sont actuellement mis au point. Au cours des dernières années, l'ACP et d'autres organisations ont établi des paramètres à l'intention des infrastructures à clés publiques, à savoir les mécanismes de gestion des processus et des programmes que requiert la sécurité des opérations dans Internet. L'ACP a également publié un énoncé de principes et des lignes directrices pour les paiements effectués sur les réseaux de communication ouverts (ACP, 2000). Le gouvernement fédéral a adopté une législation protégeant le caractère privé de l'information électronique et validant les documents électroniques et les signatures numériques. Il a également établi des codes de bonne pratique visant à protéger les consommateurs qui ont recours au cybercommerce et aux paiements électroniques. Enfin, un groupe mixte public-privé réunissant l'ACP, Industrie Canada et des organismes privés a publié l'an dernier un document de travail préliminaire contenant un ensemble de principes relatifs à l'authentification électronique (Industrie Canada, 2003).

Étant donné que les fondements juridiques des paiements électroniques en système ouvert et les normes de l'industrie en matière de sécurité de l'information et d'authentification continuent d'évoluer, les applications de ces technologies aux paiements en sont essentiellement à leurs balbutiements. En outre, les projets des secteurs public et privé visant le développement de ces technologies se poursuivront, puisque l'on ignore toujours quelles nouvelles technologies et quels nouveaux produits en matière de paiements se révéleront commercialement viables. Un problème épineux à ce chapitre est celui de l'interopérabilité, c'est-à-dire la capacité des usagers d'un système d'accéder à ce dernier par l'intermédiaire des services d'un autre système.

Interopérabilité et traitement continu

L'innovation technique ébranle les normes établies et, lorsqu'elle porte fruit, donne lieu à de nouvelles normes en matière d'applications commerciales. Le succès commercial des nouvelles normes techniques mises au point par le secteur privé dépend en grande partie de l'aisance avec laquelle elles pourront être intégrées à de nouvelles applications par une vaste gamme de fournisseurs de services. Pour les pouvoirs publics, les principales difficultés que suppose ce processus résident dans le diagnostic et la suppression des entraves juridiques qui continuent de faire obstacle au développement des paiements électroniques en système ouvert et dans la simplification de l'élaboration des principes qui sous-tendront ces applications.

Les normes techniques qui constituent l'ossature des systèmes ouverts sont conçues pour une très large utilisation. Il n'en est pas toujours ainsi dans le cas des applications relatives aux paiements. Les fournisseurs de services de paiement personnalisent leurs produits et en limitent l'accès au moyen de contrats, afin de tirer les rendements requis des investissements et de financer les projets futurs. Les éléments qui militent en faveur de l'extension de l'interopérabilité à d'autres grands systèmes de paiement sont donc limités. Par exemple, les normes et les technologies de nombreuses infrastructure à clés publiques (ICP) ne sont pas entièrement compatibles avec l'ICP de l'ACP, de sorte que leurs systèmes ne sont pas interopérables. Or, en l'absence d'interopérabilité, seuls quelques systèmes et produits peuvent survivre et demeurer

concurrentiels, et la croissance de la demande des usagers s'en trouve souvent ralentie. De fait, l'ACP a récemment décidé de remettre à plus tard la poursuite du développement de son ICP jusqu'à ce que les besoins pour ce service se fassent sentir avec plus d'acuité. Les exploitants d'ICP des secteurs public et privé ont récemment commencé à s'intéresser à cette question dans leurs discussions. La difficulté pour le secteur privé consiste à déterminer quel est le niveau minimum d'interopérabilité que doivent présenter une nouvelle application et un nouveau système de paiements à architecture ouverte, et jusqu'à quel point ils doivent être accessibles aux autres détaillants de services analogues pour être rentables.

Une autre forme d'interopérabilité appelée traitement continu intervient entre les grands systèmes et les applications qui offrent des services complémentaires à différents stades de traitement des paiements. On pense ici notamment aux systèmes privés de marketing et de traitement des paiements utilisés par les fournisseurs et les sous-traitants à qui ces derniers confient le traitement des paiements, aux réseaux transactionnels partagés et aux systèmes de compensation. Bien que la standardisation de ces systèmes puisse réduire les coûts d'exploitation et les risques liés à la sécurité et au fonctionnement, elle est difficile à coordonner compte tenu du fait que les institutions ont déjà engagé des sommes importantes dans les systèmes existants et que le succès de tout nouveau système est incertain. Les initiatives récentes de l'ACP, ainsi que les normes et les lignes directrices qu'elle a publiées pour les systèmes à architecture ouverte, visent l'élaboration de normes générales et ouvertes favorisant la compatibilité des systèmes transactionnels et des systèmes frontaux de marketing et de traitement avec les normes de communication et de fonctionnement qui s'appliquent à la compensation et au règlement.

Circulation limitée des chèques et chèques électroniques

Compte tenu de l'incertitude entourant l'accueil réservé aux nouveaux instruments de paiement de détail, une stratégie répandue consiste à innover à partir des instruments existants. L'instrument de paiement de détail le plus solidement implanté au Canada est le chèque. Deux stratégies permettent de diminuer le coût d'utilisation et de traitement des paiements de détail par chèques : la limitation de la circulation des chèques de papier et les chèques électroniques.

La ***limitation de la circulation des chèques*** permettrait aux institutions financières qui reçoivent en dépôt des chèques de papier de convertir les instructions écrites en instructions numériques aux fins de traitement, de compensation et de règlement internes. À l'heure actuelle, l'information relative au paiement figurant sur les chèques est enregistrée électroniquement par l'institution qui les reçoit pour compensation quotidienne et règlement provisoire par l'intermédiaire du SACR. Toutefois, les chèques de papier doivent aussi être acheminés quotidiennement aux établissements régionaux de l'institution financière sur laquelle ils ont été tirés, pour être envoyés ensuite dans les vingt-quatre heures suivantes à la succursale où le client tient son compte, afin que soient vérifiées la signature de l'émetteur et la disponibilité des fonds. Cette procédure est onéreuse.

Les coûts de transmission et d'entreposage des images électroniques sont de beaucoup inférieurs à ceux des documents papier. Avec la limitation de la circulation des chèques, des images numériques des chèques seraient acheminées électroniquement de l'institution qui reçoit les chèques à celle qui les règle, ce qui permettrait de vérifier les signatures et les obligations de paiement des clients au moyen de systèmes centralisés de données en ligne sur les comptes. Certains des principaux participants au SACR ont déjà investi dans la technologie de l'imagerie numérique pour éviter de devoir acheminer les documents papier à leur succursales, et l'ACP procède actuellement à la formulation de règles et de normes de fonctionnement adaptées à la limitation de la circulation des chèques traités par le SACR pour l'institution qui reçoit ces chèques. Le gouvernement fédéral a également commencé à évaluer les modifications législatives qu'exigerait une circulation limitée des chèques.

Le ***chèque électronique***, contrairement au chèque de papier, est un instrument de paiement par Internet utilisé dans certains systèmes de facturation et de paiement. Au début de 2003, l'ACP a publié un document cadre sur la compensation et le règlement des opérations ponctuelles de débit et de crédit, notamment les chèques électroniques (ACP, 2003). Pour élargir l'éventail des paiements par chèques électroniques — dont le coût est avantageux — qui seraient acceptables pour la compensation et le règlement en vertu du SACR, il faudra étudier les risques financiers, juridiques et opérationnels associés à cette solution. Il s'agit, entre autres, de garantir de manière crédible la sécurité de l'information contenue dans les instruments de paiement électronique, de clarifier la

situation juridique de ces instruments et d'en standardiser la conception. Les initiatives récentes, privées et publiques, ont déjà commencé à porter sur certaines de ces questions.

Accès et concurrence

Un certain degré de collaboration entre les institutions participant aux systèmes transactionnels partagés appartenant aux membres et aux systèmes de compensation et de règlement, comme Interac, Visa et le SACR, est nécessaire pour gérer le risque lié aux paiements, tirer des gains d'efficience des innovations en matière de produits et de systèmes et établir des normes et des réseaux. Toutefois, une répartition adéquate des risques, des coûts et des avantages entre les différents fournisseurs et usagers des services de paiement participant aux systèmes de paiements de détail et présents sur les marchés d'utilisateurs finals dépend de l'efficacité de la concurrence dans bon nombre des marchés de services de paiement (CCSP, 1997c). Les marchés d'utilisateurs finals, où les institutions financières rivalisent les unes avec les autres pour offrir des instruments et des services de traitement des paiements de détail, sont les plus ouverts à la concurrence, suivis par certains systèmes transactionnels courants pour des instruments et des services de paiement analogues et par des fournisseurs, en sous-traitance, de services de traitement des paiements et de TI auxquels ont recours différentes institutions et l'ACP.

La collaboration à l'organisation et à l'exploitation des systèmes transactionnels et des systèmes de compensation et de règlement s'impose, bien que l'efficience des marchés des services de paiement dépende de la concurrence que se livrent leurs membres.

Les récentes modifications législatives, les efforts déployés du côté de la réglementation et les initiatives stratégiques visant à ouvrir à un éventail plus large d'institutions financières et non financières l'accès à Interac, au SACR et aux facilités de règlement de la Banque du Canada visaient à stimuler la concurrence et à accroître l'efficience sur les marchés des services de paiement de détail. Les pressions continuelles qui s'exercent pour que l'accès aux grandes organisations de traitement des paiements et aux marchés des services connexes soit encore plus ouvert soulèvent toutefois certaines questions. Parmi les plus complexes figurent les écarts dans les réglementations auxquelles sont assujettis des systèmes d'infrastructure semblables et la participation à distance aux systèmes d'infrastructure nationaux.

La réglementation des systèmes d'infrastructure

Au Canada, certains systèmes transactionnels et systèmes de compensation et de règlement des paiements de détail sont soumis à une réglementation alors que d'autres systèmes ne le sont pas. Par exemple, les systèmes de paiement pour les services de détail tels que le SACR et les systèmes de RMP et de PDI d'Interac sont soumis à une réglementation, respectivement aux termes de la *LCP* et de l'ordonnance par consentement du Tribunal de la concurrence. À titre de principaux fournisseurs nationaux de services d'infrastructure pour certains instruments particuliers, ces systèmes sont jugés essentiels au traitement des paiements de détail. Les institutions qui offrent ou souhaitent offrir ces instruments et services aux utilisateurs finals doivent pouvoir y accéder afin d'être concurrentielles. Avec la multiplication des instruments de paiement de détail et l'extension de la gamme des services de paiement, de nouveaux systèmes d'infrastructure, qui rivalisent avec les systèmes nationaux dans l'offre de services d'infrastructure, ont commencé à voir le jour. Il s'agit, par exemple, du réseau de guichets automatiques Exchange — le système de cartes de débit hors ligne MasterCard — et de CertaPay, un système de règlement de factures par Internet. À la différence de l'ACP et d'Interac, ces nouveaux systèmes ne font habituellement l'objet d'aucune réglementation. Ils sont toutefois généralement exploités surtout sur les marchés locaux, plutôt que les marchés nationaux, et offrent des services uniquement par l'entremise d'un nombre limité d'institutions financières.

La réglementation présente à la fois des avantages et des coûts. Les dispositions législatives relatives à la communication de l'information, les restrictions qui s'appliquent aux méthodes d'exploitation et un recours accru aux services juridiques risquent de hausser les coûts. Cependant, les organismes réglementés ont souvent davantage accès aux instances publiques et à leurs services que les entités non

réglementées. Ils peuvent recourir à la réglementation pour faciliter l'élaboration de projets et coordonner des mesures dont bénéficient tous les participants au système, et pour inspirer confiance aux utilisateurs des systèmes de paiement. L'entrée de nouveaux systèmes d'infrastructure sur ces marchés soulève donc des inquiétudes en ce qui a trait à la capacité des fournisseurs réglementés et non réglementés de services d'infrastructure analogues de rivaliser sur un pied d'égalité.

Les principales difficultés, pour les pouvoirs publics, consistent à établir des critères de réglementation suffisamment clairs pour éliminer les incertitudes qui pourraient avoir des effets perturbateurs et à supprimer les indésirables obstacles réglementaires à une concurrence efficace chez les fournisseurs de services réglementés et non réglementés. Le défi qui se pose aux organisations infrastructurelles du secteur privé est d'élaborer une stratégie commerciale suffisamment souple pour qu'elle puisse s'adapter aux besoins émergents, en matière de services, des différents groupes de membres, peu importe leur taille.

Participation à distance

À l'heure actuelle, les participants éloignés — organisations constituées et établies à l'étranger qui offrent des services sur les marchés nationaux — qui sont actifs dans les systèmes canadiens de traitement des paiements de détail limitent leurs activités au traitement et à la compensation des paiements, principalement des paiements internationaux par cartes. La plupart des autres services de paiement ne peuvent être assurés que par des succursales de sociétés canadiennes et des filiales constituées de sociétés étrangères. Récemment, toutefois, des institutions étrangères ont soumis des demandes d'accès aux facilités de règlement de la Banque du Canada et de participation à distance aux systèmes de règlement de l'ACP. Bien que la majorité de ces demandes portaient initialement sur le STPGV, une participation à distance au SACR faciliterait aussi la compensation et le règlement des paiements de détail transfrontières, qui se multiplient. Les institutions étrangères qui se spécialisent dans les services bancaires et les services de paiement Internet pour les clients, dont certaines peuvent déjà offrir à distance un nombre limité de services bancaires au Canada, pourraient éliminer les coûts d'intermédiation associés à la compensation et au règlement transfrontières par l'entremise de correspondants bancaires. La participation éloignée des institutions financières canadiennes à des systèmes étrangers de traitement des paiements de détail permettrait des économies de coûts semblables. Actuellement, la participation à distance aux systèmes canadiens de compensation et de règlement est interdite, même si ce genre d'obstacles n'existe pas dans tous les autres pays, notamment ceux de l'UE.

L'interdiction de participations éloignées au Canada et dans d'autres pays, dont les États-Unis, tient aux préoccupations que suscitent les risques sur le plan juridique. Les problèmes légaux imprévus que pourrait occasionner une défaillance d'un participant éloigné risqueraient de perturber le fonctionnement des systèmes nationaux de règlement des paiements et d'exposer les participants nationaux à d'autres risques. Ainsi, la validité juridique des règles et des procédures de l'ACP touchant la défaillance pourrait ne pas être reconnue dans le pays du participant éloigné. De plus, les demandes de paiement des entités canadiennes participant au SACR en contrepartie de la défaillance d'un participant éloigné peuvent être subordonnées aux demandes semblables présentées par les résidents du pays où se trouve le participant éloigné. À mesure que certaines de ces préoccupations seront réglées et que la participation à distance sera acceptée, en principe comme en pratique, dans un plus grand nombre de pays, les autorités canadiennes souhaiteront sans doute aussi examiner leurs politiques régissant une telle forme de participation aux systèmes d'infrastructure de traitement des paiements de détail.

Conclusions

Certes, les systèmes de paiement des transactions de détail ne présentent sans doute pas de menace systémique pour le système financier canadien, mais ils sont indispensables à la bonne marche de l'économie du pays. Leur fonctionnement doit être efficient et fiable si l'on veut éviter des perturbations pouvant se révéler onéreuses pour les activités commerciales et financières de détail. Les innovations en matière de technologies de base de l'information, d'applications propres aux paiements et d'accès au marché international ont profondément transformé les échanges de paiements de détail. De plus en plus, on réclame des instruments et des services de paiements électroniques à faible coût, plus variés et plus efficaces. Selon nos observations, le marché réagit en investissant des sommes appréciables dans la technologie relative à l'infrastructure et dans la réorganisation stratégique des arrangements pro-posés, offrant une diversité croissante de services et de fournisseurs dans le

domaine des paiements de détail. En outre, les modifications apportées à la réglementation des marchés des services relatifs aux paiements de détail ont ciblé les problèmes liés à l'accès aux fournisseurs, aux systèmes transactionnels et aux systèmes de sécurité de l'infrastructure et de protection des consommateurs. Les opérateurs de systèmes de paiement des transactions de détail, les participants à ces systèmes et les organismes publics qui en assurent la surveillance au Canada, comme ailleurs, se sont attaqués à bon nombre des difficultés que soulevent ces progrès. Tous partagent le même objectif stratégique : l'atteinte de l'équilibre approprié entre les besoins concurrents d'efficience, les mécanismes de maîtrise du risque et les intérêts des consommateurs, afin d'appuyer au mieux l'évolution des systèmes de paiement des transactions de détail.

Glossaire

Authentification électronique : processus de vérification de l'identité des parties communiquant à distance au moyen d'un réseau électronique comme le réseau Internet et vérification de l'intégrité du message communiqué.

Crédit provisoire : fait référence à l'inscription de la valeur d'un paiement (le crédit) au compte du client qui le reçoit dès que l'effet de paiement est présenté pour recouvrement à l'institution financière auprès de laquelle le client tient un compte de dépôt. Concrètement, le crédit provisoire est un paiement à recevoir. Il est accordé moyennant une convention en vertu de laquelle, si les fonds ne sont pas fournis par l'institution financière sur laquelle le payeur a tiré le paiement, l'institution destinataire annulera le crédit inscrit dans le compte du bénéficiaire.

Fournisseur de services de paiement : fournisseur spécialisé dans un type particulier de services reliés au paiement; il peut s'agir soit d'une institution financière offrant à ses clients des comptes, des instruments de paiement et des services d'échange de paiements, soit d'un fournisseur de services d'infrastructure de paiement, tel un opérateur de réseau de transactions ou un opérateur de système de compensation.

Réseau : relie les institutions participantes au moyen de leur matériel de communication, de sorte que les usagers puissent accéder aux données et aux services privés de chaque institution participante par l'entremise du matériel dont disposent d'autres institutions participantes; l'exploitant d'un réseau fournit et maintient les services qui relient les utilisateurs du réseau.

Sûreté : entente contractuelle entre deux parties en vertu de laquelle l'une d'entre elles détient un droit juridique préalable à une partie des actifs de l'autre. La sûreté garantit, par exemple, la créance d'un prêteur sur des actifs précis remis en nantissement par un emprunteur pour protéger son bailleur de fonds dans le cas où il manquerait aux obligations qui lui incombent en vertu du prêt qui lui a été consenti.

Sursis à l'exécution : délai ordonné par le tribunal relativement au transfert à un prêteur d'un actif remis en nantissement par un emprunteur qui manque à ses obligations, selon les conditions qui s'appliquent à la sûreté consentie au prêteur. La conséquence immédiate pour le prêteur est un coût imprévu lié au financement de la perte de trésorerie attribuable à la défaillance de l'emprunteur, sans liquidation de la garantie remise en nantissement. La conséquence ultime peut être la perte du crédit si la sûreté consentie au prêteur n'est pas confirmée par le tribunal.

Système d'architecture ouverte : réseau exploité par un fournisseur de services et reliant directement de multiples utilisateurs (par exemple, les acheteurs, les fournisseurs et leurs intermédiaires financiers) dans des séances de communication interactive mixte. Le système d'architecture ouverte est habituellement utilisé pour transmettre divers types de renseignements presque simultanément et peut, dans certains cas, offrir différents degrés de sécurité des données, selon le niveau requis de protection du caractère confidentiel de l'information transmise. Il se différencie du système fermé qui assure la connexion bidirectionnelle, souvent au moyen de lignes de communication ou de fréquences dédiées.

Système d'infrastructure de paiement : éventail d'organisations, de procédures, d'installations et autres facilités sous-jacentes dont les institutions financières ont besoin pour offrir des instruments et des services de paiement à leurs clients; les services fournis par les organisations qui exploitent des systèmes d'infrastructure sont des services d'infrastructure.

Ouvrages et articles cités

Association canadienne des paiements (2000). ***Principes et lignes directrices pour les paiements sur les réseaux de communications ouverts***, Ottawa (octobre).

——— (2003). ***Cadre stratégique révisé pour les paiements électroniques ponctuels à distance***, Ottawa (avril).

Comité consultatif sur le système de paiements (1997a). « Le système de paiements au Canada : concepts et structures », premier document de travail, Ottawa, Banque du Canada et ministère des Finances.

——— (1997b). « Le système de paiements au Canada : Objectifs et approches de la politique des pouvoirs publics », deuxième document de travail, Ottawa, Banque du Canada et ministère des Finances.

———(1997c). « L'accès aux réseaux de paiements dans le système canadien de paiements », troisième document de travail, Ottawa, Banque du Canada et ministère des Finances.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (1999). ***Retail Payments in Selected Countries: A Comparative Study***, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (septembre).

——— (2000). ***Clearing and Settlement Arrangements for Retail Payments in Selected Countries***, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (septembre).

——— (2003). ***Policy Issues for Central Banks in Retail Payments***, Bâle, Suisse, Banque des Règlements Internationaux (mars).

Daniel, F. (2002-2003). « L'évolution récente de la législation financière au Canada », ***Revue de la Banque du Canada*** (hiver), p. 3-17.

Dingle, J. (1998). « Le STPGV ou système canadien de transfert de paiements de grande valeur », ***Revue de la Banque du Canada*** (automne), p. 39-55.

Freedman, C. (1998). ***The Canadian Banking System***, Rapport technique n° 81, Ottawa, Banque du Canada.

Freedman, C., et C. Goodlet (1998). ***The Financial Services Sector: Past Changes and Future Prospects***, Rapport technique n° 82, Ottawa, Banque du Canada.

——— (2002). ***The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments***, Rapport technique n° 91, Ottawa, Banque du Canada.

Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens (1998). « Changement, défis et possibilités », Rapport du Groupe de travail, Ottawa, ministère des Finances.

Industrie Canada (2003). « Principes d'authentification électronique », Ébauche du Groupe de travail sur les principes d'authentification, Ottawa (juin).

Northcott, C.A. (2002). « Estimating Settlement Risk and the Potential for Contagion in Canada's Automated Clearing Settlement System », Document de travail n° 2002-41, Ottawa, Banque du Canada.

Tuer, E. (2003). « Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR », ***Revue de la Banque du Canada*** (automne).

Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR

Eric Tuer, département des Marchés financiers

Le 1er novembre 2003, en réponse à une demande de l'Association canadienne des paiements (ACP), la Banque du Canada a cessé d'antidater le règlement des paiements effectués par l'entremise du Système automatisé de compensation et de règlement (SACR). L'adoption du mode de « règlement pour valeur le lendemain » signifie que les résultats du processus de règlement figureront dans les livres de la banque centrale le jour où les effets sont effectivement réglés dans le SACR plutôt que le jour ouvrable précédent. Depuis juillet 1986, le règlement de ces effets s'effectuait à midi le lendemain du jour où ils étaient présentés à la compensation, mais les résultats du règlement étaient comptabilisés dans les livres de la Banque le jour qui précédait, conformément au mode de règlement « rétroactif » (Dingle, 1986).

La Banque du Canada plaide en faveur de ce changement depuis un certain temps. Le passage au règlement pour valeur le lendemain a fait l'objet de discussions pour la première fois avant l'instauration du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) (Banque du Canada, 1995). La Banque y voyait un moyen de simplifier le processus de paiement, de mieux rendre compte du risque de non-règlement et de favoriser également l'efficience des systèmes de paiement. Les adhérents ont d'abord été réticents à accepter ce changement, craignant d'imposer à nouveau des problèmes de flottant à leur clientèle ainsi que les coûts et les inefficiences connexes du suivi de l'activité des comptes[1]. Cette crainte a cependant été dissipée, les participants au SACR s'étant entendus sur une formule de compensation fondée sur le versement d'intérêts. Par suite du passage au règlement pour valeur le lendemain et de la mise en place de cette formule de compensation, les coûts les plus importants associés au règlement des paiements par l'intermédiaire du SACR ont été éliminés.

Les coûts liés au règlement rétroactif dans le cadre du STPGV

Le STPGV a été implanté en 1999 afin d'assurer, en « temps réel », le traitement électronique des effets dont le montant est élevé et pour lesquels la date et l'heure de règlement sont critiques (Dingle, 1998). La finalité des paiements est garantie par les mécanismes élaborés de limitation du risque dont est doté le système[2]. Le SACR sert, pour sa part, à la compensation et au règlement des autres effets de paiement, tels que

1. Un adhérent est une institution de dépôt qui tient un compte de règlement SACR à la Banque du Canada. On trouvera une description complète de l'organisation et du fonctionnement du SACR dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/paiement/systems-f.html#automated>. Le « flottant » désigne le montant des chèques et autres effets de paiement tirés sur des comptes de dépôt et qui sont en cours de compensation.

2. Ces modalités respectent les normes définies pour les systèmes de paiement d'importance systémique, qui doivent être pourvus d'un mécanisme intégré visant à protéger les participants contre le risque de non-règlement (Goodlet, 1997).

les chèques. Le règlement a lieu à midi le lendemain du jour où les effets sont présentés à la compensation. Si le STPGV est considéré comme un système d'importance systémique, le SACR, quant à lui, ne l'est pas[3]. Comme celui-ci n'assure pas l'irrévocabilité des transferts de fonds le jour même, les effets échangés au moyen de ce système peuvent être refusés tant que le règlement ne s'est pas effectué, plusieurs heures après le début du processus de compensation.

Lorsque le STPGV est entré en activité, la fourchette des taux d'intérêt dans le SACR a initialement été établie de manière que le total des coûts supportés par les adhérents reste inchangé par rapport au régime antérieur basé sur le calcul des moyennes. Comme la fourchette retenue dans le STPGV était plus étroite, les découverts et les positions longues y étaient moins coûteux que dans le SACR. Cet écart de coût a encouragé le passage des gros effets du SACR au STPGV. Le taux s'appliquant aux soldes positifs (négatifs) de fin de journée dans le STPGV équivaut au taux cible du financement à un jour minoré (majoré) d'une marge de 25 points de base, alors que la marge appliquée à ces soldes dans le SACR était d'abord de 250 points de base. Au fil du temps, à mesure que certaines étapes importantes dans le processus de migration ont été franchies, la fourchette des taux du SACR a été réduite et, avant l'adoption du règlement pour valeur le lendemain, la marge pratiquée s'établissait à 150 points de base. Le volume quotidien des transactions dans ce système, qui s'élevait à quelque 40 milliards de dollars immédiatement après la mise en œuvre du STPGV, n'est plus que de 16 milliards aujourd'hui, à cause notamment de l'effet de cette incitation financière sur les niveaux de migration.

Avant l'abandon du règlement rétroactif, les participants au SACR étaient confrontés à cet écart de coût dès qu'une transaction de paiement mettait en jeu à la fois le STPGV et le SACR. Prenons l'exemple d'un adhérent qui recevait un chèque à l'ordre du gouvernement du Canada pour compensation et règlement dans le SACR, mais qui devait passer par le STPGV pour effectuer le paiement. Dans ce cas simplifié, à la fin de la journée l'adhérent payait le taux cible plus 25 points de base sur son découvert dans le STPGV et gagnait le taux cible moins 150 points de base sur son solde positif dans le SACR. Si ces soldes avaient été tenus dans le STPGV, l'adhérent aurait touché des intérêts nettement plus élevés. Ce coût d'opportunité était imputable à la rupture des flux de paiements[4].

Les répercussions du règlement pour valeur le lendemain sur les coûts

L'adoption du mode de règlement pour valeur le lendemain a entraîné l'élimination d'un grand nombre des coûts assumés par les institutions financières qui participent au SACR, bien qu'elle se traduise par l'obligation de maintenir un faible niveau de fonds propres. Un bref survol des procédures du SACR en vigueur précédemment permettra de comprendre comment la mise en place du nouveau régime a conduit à la suppression de la plupart des coûts.

Dans le courant d'une journée ouvrable, les adhérents reçoivent en dépôt de nombreux effets papier ainsi que toutes sortes d'instruments de divers flux de paiements électroniques. En règle générale, les comptes des clients sont crédités de ces dépôts le jour même. Le soir, les effets sont triés, traités et compensés dans le SACR. Le système calcule le montant net des créances, ou des obligations, des institutions financières participantes dans la plupart des régions à 9 h 30 (HNE) le lendemain matin et peut apporter des corrections jusqu'à 11 h. Auparavant, la Banque du Canada déterminait, à partir du SACR, les sommes globales qui étaient dues aux adhérents ou que ceux-ci devaient, et le règlement s'effectuait à midi par des opérations de crédit et de débit dans les comptes de règlement SACR que chaque adhérent détenait à la Banque. Comme les livres de la Banque restaient ouverts jusqu'au jour ouvrable suivant, c'est-à-dire jusqu'à ce que le processus de compensation s'achève et que le règlement ait lieu, la date effective de ce dernier était le même jour que celui où la plupart des effets de paiement étaient portés au crédit des comptes des clients.

Grâce au règlement pour valeur le lendemain, l'adhérent connaît sa position de compensation nette

3. Au terme d'un examen effectué en décembre 2002, il a été décidé que le SACR ne serait pas désigné en vertu de la ***Loi sur la compensation et le règlement des paiements*** (Northcott, 2002).

4. En fait, les adhérents essayaient activement de réduire ce coût en recourant à des opérations interbancaires et à l'exécution en fin de journée d'opérations d'échange de soldes, dans le cadre desquelles un adhérent « troque » des fonds STPGV contre des fonds SACR avec une ou plusieurs contreparties. Dans l'exemple mentionné ci-dessus, l'adhérent aurait cherché des adhérents qui détenaient un solde STPGV positif et qui s'attendaient à afficher un solde négatif dans le SACR (malgré le fait qu'ils ne connaîtraient avec certitude leurs positions au sein de ce système que le lendemain matin). Si la ou les autres contreparties acceptaient l'échange offert, l'adhérent « recevait » de leur part un paiement STPGV d'un montant déterminé (qui, dans la meilleure des hypothèses, ramenait son solde dans le STPGV à zéro) et faisait débiter son solde dans le SACR d'un montant égal à celui reçu.

multilatérale finale entre le milieu et la fin de la matinée du jour qui suit celui où les effets sont soumis au processus de compensation. Les gains et pertes nets découlant du processus de compensation dans le SACR figurent au bilan des adhérents sous la rubrique des « effets en compensation », plutôt que sous forme de dépôts dans le système ou d'avances au bilan de la Banque du Canada[5]. Les effets sont réglés et les positions des adhérents auprès de la Banque sont modifiées le jour ouvrable qui suit celui où les comptes des clients sont crédités des effets de paiement.

La formule de compensation sur laquelle les membres du SACR se sont entendus prévoit le versement d'une contrepartie financière pour le décalage d'un jour entre le moment où l'effet est inscrit en compte et celui où le règlement a lieu; elle vise à éviter que les adhérents n'imposent des frais à leur clientèle pour la compensation des effets. L'ACP détermine le montant des intérêts qui sont dus à chaque adhérent ou que celui-ci doit. (Il s'agit là du seul nouveau mécanisme requis pour la mise en œuvre de ce projet.) Les adhérents affichant un solde créditeur net dans le SACR reçoivent un paiement d'intérêts afin de couvrir le coût des sommes portées au crédit des déposants le jour ouvrable qui précède celui où ils encaisseront les fonds correspondants. À l'inverse, les adhérents ayant une position débitrice nette versent des intérêts, car ils tirent un bénéfice du fait qu'ils débitent les comptes de leurs clients un jour ouvrable avant le paiement des sommes dues. Les intérêts à verser sont calculés chaque jour par l'ACP au taux cible du financement à un jour (qui correspond au taux officiel d'escompte minoré de 25 points de base) et sont compris dans les soldes de compensation réglés à la Banque du Canada au moyen de fonds STPGV.

Au lieu de contracter une avance SACR (un prêt pour découvert), une institution qui se trouve avec un solde de compensation négatif envoie la somme nécessaire par le STPGV pour que celle-ci soit créditée au sous-compte SACR qu'elle tient à la Banque du Canada. Lorsque les sous-comptes SACR de tous les adhérents affichant des soldes négatifs ont ainsi été crédités, la Banque les débite puis crédite les sous-comptes des adhérents qui ont un solde positif. Aucun solde créditeur ou découvert dans le SACR n'est inscrit au bilan de la Banque du Canada pendant la nuit, ce qui réduit les coûts pour les participants.

Dans l'éventualité peu probable où un adhérent ne paie pas le montant de son solde de compensation négatif par l'entremise du STPGV, il peut encore demander à la Banque une avance SACR pour obtenir les liquidités dont il a besoin pour régler sa position. Une avance peut s'avérer nécessaire lorsque le STPGV est indisponible ou qu'un adhérent n'est pas en mesure de se connecter au système. Il y a peu de chances qu'on ait recours à cette facilité pour contracter des emprunts à un jour, étant donné que les soldes négatifs seront couverts par un paiement STPGV avant la fin de la journée. Tout comme dans le cas du service de règlement en continu relatif aux opérations de change assuré par la CLS Bank, la Banque du Canada ne percevra pas d'intérêts sur ces découverts s'ils sont remboursés le jour même. À l'avenir, des droits pourraient être exigés pour ce service.

Il convient de noter que les nouvelles modalités de règlement au sein du SACR ne modifient pas le risque de non-règlement qu'assument les participants à ce système. Le fait d'inclure le risque de non-règlement dans les états financiers, sous la rubrique des effets en compensation, permet de clarifier l'étendue du risque auquel chacun des participants au SACR s'expose.

L'inclusion des créances nettes SACR parmi les effets en compensation au bilan fera augmenter le niveau des fonds propres que doivent maintenir les participants au système par suite de l'application d'une pondération des risques au montant additionnel des créances nettes résultant du cycle de compensation du SACR[6].

5. Les avances de la Banque du Canada sont des prêts garantis consentis à une banque ou à un autre membre de l'ACP. Les changements décrits ci-dessus vont entraîner une contraction du bilan de la Banque. En 2002, la taille moyenne des soldes positifs et négatifs détenus à la Banque par les membres de l'ACP participant au SACR avoisinait 500 millions de dollars. Étant donné la fourchette de 300 points de base appliquée dans ce système de paiement, il pourrait en résulter pour le secteur des économies annuelles de 15 millions de dollars aux dépens des profits de la Banque du Canada, que celle-ci remet ensuite au gouvernement canadien.

6. Si, par exemple, un adhérent avait des « créances nettes » de 100 millions de dollars dans le SACR, celles-ci seraient inscrites à l'actif de son bilan, au poste Effets en compensation. Le Bureau du surintendant des institutions financières applique un facteur de pondération des risques de 20 % aux « chèques et autres effets en transit », ce qui crée un actif pondéré de 20 millions de dollars. Selon les lignes directrices de la Banque des Règlements Internationaux, le ratio de fonds propres applicable aux actifs pondérés est de 8 %. Par conséquent, des fonds propres s'élevant à 1,6 million de dollars devraient être mis de côté. Le niveau exact des fonds propres dépend du rendement visé par l'adhérent. Si ce rendement était de 12 %, alors le niveau des fonds propres s'établirait à 192 000 dollars, soit environ 20 points de base (comparativement à la fourchette de 300 points de base qui était appliquée jusqu'à récemment dans le SACR).

Incidence sur les acteurs du SACR

Les participants au SACR

L'adoption récente du règlement pour valeur le lendemain et la modification consécutive de la structure des coûts du SACR vont influer sur les comportements dans le secteur. La limitation des risques, plutôt que les considérations de coût, sera vraisemblablement le principal déterminant de la migration future des paiements du SACR vers le STPGV. De plus, un certain nombre d'initiatives et de projets visant à accroître la valeur des paiements transitant par le STPGV au lieu du SACR ont dernièrement été menés à terme ou sont en cours de réalisation. Parmi eux, mentionnons l'ajout des opérations sur actions au CDSX[7] et la hausse de la valeur des règlements de droits à paiement dans le STPGV. En outre, afin de promouvoir le règlement des gros paiements dans le STPGV, un plafond de 25 millions de dollars a été imposé à la valeur des effets papier admissibles dans le SACR. Pour éviter le retour des gros effets de paiement au SACR, la Banque du Canada continuera de surveiller la valeur des transactions dans les deux systèmes.

Souhaitant restreindre le plus possible le montant des fonds propres qu'ils doivent maintenir à l'égard des effets en compensation, les adhérents continueront de recourir aux opérations d'échange de soldes. Ils essaieront de réduire l'importance des effets en compensation dans leur bilan en limitant, dans la mesure du possible, leur position prévue au sein du SACR. À mesure que la migration des effets de paiement et des flux de paiements vers le STPGV se poursuivra, la valeur de ces opérations d'échange diminuera.

La modification de la structure des coûts du système de paiement a d'autres effets potentiels. Le mode de calcul des intérêts pour les gros dépôts et les découverts, particulièrement ceux qui surviennent vers la fin de la journée, pourrait être révisé. Avant l'instauration du règlement pour valeur le lendemain, si un adhérent affichait un solde positif ou négatif dans le SACR à la fin de la journée par suite d'une transaction inattendue d'un client tard en après-midi, il recevait un taux d'intérêt égal à la limite inférieure de la fourchette des taux du SACR ou devait payer un taux égal à la limite supérieure. Dorénavant, le taux cible du financement à un jour s'appliquera à la fois aux soldes créditeurs et aux soldes débiteurs. À terme, les forces de la concurrence au sein du secteur détermineront la mesure dans laquelle on fera profiter la clientèle de ces économies.

La Banque du Canada

Le passage au règlement pour valeur le lendemain avec compensation n'aura aucune incidence sur la mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque du Canada, qui implique à l'heure actuelle l'ajustement, au jour le jour, du niveau des dépôts du Receveur général détenus à la Banque par rapport à ceux détenus par les participants au STPGV. Comme il a été indiqué précédemment, toutefois, ce changement aura pour conséquence de réduire la taille du bilan de la Banque, ce qui entraînera pour le gouvernement fédéral un manque à gagner annuel estimé à environ 15 millions de dollars.

L'élimination des positions dans le SACR des membres de l'ACP auprès de la Banque du Canada a amené cette dernière à modifier le tableau qui faisait état de cette information dans deux de ses publications, le ***Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*** et les ***Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada***.

Conclusion

L'adoption du mode de règlement pour valeur le lendemain avec compensation a permis d'éliminer une bonne partie des coûts associés à la participation au SACR. Elle n'aura aucune incidence sur la mise en œuvre de la politique monétaire, ne se traduira pas par la réimposition de frais de flottant aux clients des institutions financières et ne nécessitera aucun changement majeur aux programmes informatiques des institutions financières. De plus, la comptabilité respecte les principes comptables généralement reconnus et est conforme aux pratiques exemplaires en vigueur à l'échelle internationale pour les opérations de règlement des systèmes de paiement en temps non réel. Enfin, et surtout, le passage au règlement pour valeur le lendemain permet de rendre compte convenablement du risque de non-règlement auquel s'exposent les participants au SACR, les montants en jeu étant désormais inscrits au bilan de ceux qui assument ce risque.

7. Le CDSX est le nouveau système de compensation et de règlement des titres de dette et de participation au pays.

Ouvrages et articles cités

Banque du Canada (1995). « Cadre proposé pour la mise en œuvre de la politique monétaire après l'entrée en fonction du système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) », premier document de travail (novembre).

Dingle, J. (1986). « Note technique : Le mode de règlement rétroactif des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement », ***Revue de la Banque du Canada*** (août), p. 3-7.

——— (1998). « Le STPGV ou système canadien de transfert de paiements de grande valeur », ***Revue de la Banque du Canada*** (automne), p. 39-55.

Goodlet, C. (1997). « Les systèmes de compensation et de règlement et la Banque du Canada », ***Revue de la Banque du Canada*** (automne), p. 49-64.

Northcott, C. A. (2002). « Le risque systémique, la désignation de systèmes et le SACR », ***Revue du système financier*** (décembre), p. 29-36.

BANK OF CANADA
Publications price list

Bank of Canada Review ISSN: 0045-1460 (published quarterly)	
Delivery in Canada	CAN $25
Delivery to the United States	CAN $25
Delivery to all other countries	CAN $50
Single copies	CAN $7.50
Bank of Canada Banking and Financial Statistics ISSN: 1488-4186 (published monthly)	
Delivery in Canada	CAN $55
Delivery to the United States	CAN $55
Delivery to all other countries	CAN $120
Single copies	CAN $5
The following may subscribe at one-half of the regular price: ▸ *Canadian governmental libraries* ▸ *Canadian public libraries* ▸ *Libraries of both Canadian and foreign educational institutions*	

All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable.

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from:

Publications Distribution
Communications Department
Bank of Canada
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Remittance in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call

(613) 782-8248

or e-mail

PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca

BANQUE DU CANADA
Prix des publications

Revue de la Banque du Canada ISSN : 0045-1460 (publication trimestrielle)	
Livraison au Canada	25 $ CAN
Livraison aux États-Unis	25 $ CAN
Livraison dans les autres pays	50 $ CAN
Exemplaire à l'unité	7,50 $ CAN
Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada ISSN : 1488-4186 (publication mensuelle)	
Livraison au Canada	55 $ CAN
Livraison aux États-Unis	55 $ CAN
Livraison dans les autres pays	120 $ CAN
Exemplaire à l'unité	5 $ CAN
Le tarif d'abonnement est réduit de moitié pour : ▸ *les bibliothèques des ministères gouvernementaux canadiens;* ▸ *les bibliothèques publiques canadiennes;* ▸ *les bibliothèques des établissements d'enseignement canadiens et étrangers.*	

Ajouter la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser au :

Service de la diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9.

Les paiements doivent être faits en DOLLARS CANADIENS à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, veuillez composer le :

(613) 782-8248

ou envoyer un courriel à

PUBLICATIONS@bank-banque-canada.ca

Bank of Canada Banque du Canada

Ottawa, Canada K1A 0G9

WEEKLY FINANCIAL STATISTICS PRICE LIST

(ISSN: 005-5158)

Subscriptions or copies of Bank of Canada publications may be obtained from: Publications Distribution Section, Bank of Canada, Communications Department, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9. Remittances in CANADIAN DOLLARS should be made payable to the Bank of Canada. For further information, please call (613) 782-8248.

LISTE DES PRIX DU BULLETIN HEBDOMADAIRE DE STATISTIQUES FINANCIÈRES

(ISSN : 005-5158)

Pour s'abonner aux publications de la Banque du Canada ou en obtenir des exemplaires, il suffit de s'adresser au Service de diffusion des publications, Banque du Canada, département des Communications, Ottawa, Ontario, CANADA K1A 0G9. Les paiements doivent être libellés EN DOLLARS CANADIENS et faits à l'ordre de la Banque du Canada. Pour de plus amples renseignements, composer le (613) 782-8248.

Regular subscription		***Abonnement ordinaire***	
Delivery in Canada by mail or at Bank of Canada regional offices	CAN $55.00	*Livraison au Canada par la poste ou aux bureaux régionaux de la Banque du Canada*	55 $ CAN
Delivery to the United States	CAN $70.00	*Livraison aux États-Unis*	70 $ CAN
Delivery to all other countries	CAN $110.00	*Livraison dans les autres pays*	110 $ CAN
Library subscription*		***Abonnement pour bibliothèques****	
Delivery in Canada	CAN $45.00	*Livraison au Canada*	45 $ CAN
Delivery to the United States	CAN $55.00	*Livraison aux États-Unis*	55 $ CAN
Delivery to all other countries	CAN $85.00	*Livraison dans les autres pays*	85 $ CAN
Single copies		***Achats à l'exemplaire***	
Delivered by mail	CAN $2.00	*Livraison par la poste*	2 $ CAN
Picked up at Bank of Canada regional offices	CAN $1.25	*Aux bureaux régionaux de la Banque du Canada*	1.25 $ CAN
➢ Back copies of the WEEKLY FINANCIAL STATISTICS will not be available		➢ *Les anciens numéros du BULLETIN ne sont pas disponibles.*	
➢ All Canadian orders and subscriptions must add GST and PST where applicable		➢ *Ajouter au montant des abonnements et commandes en provenance du Canada la TPS et la taxe de vente provinciale, s'il y a lieu.*	
* Rates for libraries of the government of Canada, including Crown corporations and agencies, libraries of Canadian provincial and municipal governments, public libraries and libraries of Canadian and foreign educational institutions.		* *Tarifs pour les bibliothèques des ministères fédéraux, des sociétés et des organismes d'État, ainsi que des gouvernements provinciaux et municipaux, pour les bibliothèques publiques et pour les bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada et à l'étranger.*	

GST Registration Number
Numéro d'inscription pour la TPS 119332377

Fax Number
N° de télécopieur (613) 782-8874

E-mail
Courrier électronique publications@bank-banque-canada.ca

Publications et recherches

Discours

2003

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Couchiching Institute on Public Affairs
Geneva Park, Ontario
le 7 août 2003

L'intégration économique en Amérique du Nord

Depuis plus de 70 ans déjà, le Couchiching Institute on Public Affairs réunit des Canadiens dans le but d'inciter à la réflexion et l'encourager des débats animés et stimulants ainsi que des initiatives concernant une vaste gamme de questions importantes liées aux politiques publiques. Par exemple, c'est à l'institut Couchiching, il y a 56 ans, que l'idée de créer l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) a pour la première fois été lancée publiquement par Escott Reid, un haut fonctionnaire du ministère des Affaires extérieures du Canada. L'OTAN a été fondée un an et demi après, suivant de près les grandes lignes de la vision exposée par Reid à cette occasion.

Je suis ravi d'avoir été invité à participer à la conférence de cette année, qui a pour thème : « Le continentalisme : qu'avons-nous à y gagner? ». Voilà encore une fois une question qui donne à réfléchir, et que certains qualifieraient même de provocante!

Avant d'entrer dans le vif du sujet, je tiens cependant à préciser que je ne suis pas venu ici pour *défendre* l'intégration accrue de l'Amérique du Nord. Il s'agit là en effet d'une décision d'ordre *politique* qu'il revient aux Canadiens et à leurs élus de prendre. C'est une décision très importante, et nous devrons tous, en tant que société démocratique, déterminer ce que nous voulons vraiment.

Je ne suis pas politicien; je suis économiste. Je me propose donc ce soir d'établir certains paramètres pour pouvoir discuter convenablement des questions concernant l'intégration *économique* accrue du continent nord-américain.

Dans un premier temps, j'aimerais aborder les avantages et les coûts de l'intégration économique. Par « intégration économique », j'entends la libre circulation des biens et services, des capitaux et de la main-d'oeuvre et l'harmonisation des règles régissant le fonctionnement de ces trois importants marchés. Je passerai brièvement en revue les progrès que le Canada a accomplis sur chacun de ces fronts, ainsi que les gains que nous avons retirés de l'ouverture de nos marchés à la concurrence internationale et au libre mouvement des capitaux. Je traiterai ensuite des obstacles qui restent à une intégration économique plus poussée et, enfin, je dirai quelques mots sur les voies qui s'ouvrent à nous dans l'avenir.

Les avantages et les coûts économiques de l'ouverture des marchés

) Le libre-échange

Si le commerce des biens et services s'est instauré à l'échelle internationale, c'est que les pays possèdent chacun des ressources naturelles et une main-d'oeuvre spécialisée différentes et que les goûts des consommateurs varient d'un pays à l'autre.

David Ricardo, un économiste britannique du XIX^{e} siècle, soutenait qu'un pays pouvait tirer profit des échanges commerciaux même quand un autre pays jouissait d'un avantage *absolu* dans la production de tous les biens et services. Il faisait valoir, avec

raison, que, s'il s'employait à produire les biens et services pour lesquels il était *relativement* plus efficient et qu'il importait les produits pour lesquels il était *relativement* moins efficient, un pays pouvait accroître son revenu national. Et ce serait le cas même si ce pays était moins efficient *en termes absolus* dans la fabrication de tous les produits. Il s'agit du célèbre principe de l'*avantage comparatif*. C'est sur ce principe que les économistes se fondent pour dire que les barrières commerciales nuisent à la prospérité économique de tous les pays. Quand les pays exportent les biens et services pour lesquels ils sont le plus concurrentiels et qu'ils importent ceux pour lesquels ils le sont moins, les consommateurs de partout en profitent, et la production potentielle de toutes les nations augmente, tout comme le niveau de vie mondial.

Ouvrir ses frontières revient également à s'exposer à une concurrence mondiale accrue, ce qui encourage fortement les entreprises de partout à devenir plus efficientes et plus productives. En ce qui concerne le Canada, la concurrence internationale incite notre marché intérieur à devenir plus compétitif, même dans les secteurs où l'échelle optimale peut ne correspondre qu'à une ou deux entreprises canadiennes en exploitation. Au bout du compte, les pressions concurrentielles conduisent à une hausse de l'efficience et de la productivité et à un relèvement du niveau de vie.

Une intégration économique plus poussée avec les autres pays du monde présente donc des avantages économiques certains. Bien sûr, des coûts d'ajustement doivent être supportés à mesure que les barrières commerciales sont éliminées. Certaines entreprises et certains secteurs ne seront pas en mesure d'affronter la concurrence étrangère et disparaîtront ou devront réduire leur taille. Cela a pour effet de libérer des ressources, aussi bien humaines que physiques, au profit des industries et des firmes qui tirent parti des nouveaux marchés à l'étranger. Par conséquent, il est important que soit mis en place un mécanisme visant un partage équitable des coûts d'ajustement à court terme pour pouvoir bénéficier des avantages à moyen et à long terme de la libéralisation des échanges commerciaux.

Les marchés canadiens sont ouverts aux produits et services étrangers depuis la Seconde Guerre mondiale. À mon avis, cette interaction avec le reste du monde a été couronnée de succès et a été extrêmement profitable tant aux Canadiens qu'à leurs partenaires étrangers.

Comme vous le savez, l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis (ALE) de 1989 et l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) de 1994, qui inclut le Mexique, ont d'abord été accueillis avec beaucoup de scepticisme au pays. En outre, la période initiale d'adaptation à l'ALE a été difficile. Mais, à la fin des années 1990, il était évident que le Canada tirait de gros avantages de la libéralisation du commerce en Amérique du Nord. Les deux accords ont ouvert aux entreprises canadiennes de formidables débouchés sur les marchés américain et mexicain. Ils ont également contraint nos entrepreneurs à devenir plus productifs, un défi qu'ils ont manifestement relevé. Nos exportations se sont multipliées, et les consommateurs canadiens bénéficient maintenant d'un plus grand choix de produits et de meilleurs prix.

Dans le cadre de l'ALE et de l'ALENA, nous avons beaucoup accru la liberté des échanges de biens manufacturés. Et nous avons accompli d'importants progrès à l'égard de certains services. Mais nous éprouvons encore des problèmes dans des secteurs clés. Par exemple, il nous reste bien du chemin à parcourir dans le cas de l'agriculture. Et même si les barrières commerciales ont théoriquement disparu en ce qui a trait aux produits forestiers et à l'acier, il arrive que des complications surgissent du fait que les États-Unis ont conservé la capacité d'user de recours commerciaux. L'actuel différend à propos du bois d'oeuvre est un exemple des problèmes auxquels le Canada se heurte en raison des recours commerciaux pris par les Américains, plus particulièrement l'imposition de droits antidumping et de droits compensateurs. C'est en partie pourquoi certains analystes au Canada se sont mis dernièrement à plaider en faveur d'une union douanière, ou d'une forme quelconque de marché commun, avec les États-Unis.

De toute évidence, certains articles de l'ALENA doivent être modifiés si l'on veut parvenir à éliminer tous les obstacles non tarifaires (tels que les droits mentionnés ci-dessus) et à réduire les coûts que doit assumer l'industrie pour se conformer à un certain nombre de règles spéciales, comme les règles d'origine. Pour résoudre ces problèmes, il faut également une intégration accrue des régimes réglementaires en Amérique du Nord.

J'aimerais maintenant passer des questions relatives au commerce des biens et services à celles liées à la libre circulation des capitaux.

ii) La libre circulation des capitaux

Au début des années 1950, le Canada a aboli les contrôles des changes mis en place durant la guerre. Pendant la majeure partie de la période écoulée depuis, nous avons donc pu profiter grandement de la libre circulation des capitaux et de la concurrence sur les marchés financiers.

Les flux de capitaux ont joué un rôle très important dans le développement du Canada en tant qu'économie moderne. En effet, tout particulièrement au cours des années 1950 et 1960 et au début des années 1970, nous avons pu utiliser l'épargne étrangère pour financer les grands projets d'investissement nécessaires à l'expansion de notre infrastructure industrielle et de notre capacité de production, notamment dans les secteurs des ressources naturelles et de la fabrication. Dans le même temps, les Canadiens ont pu établir des entreprises et tirer parti des occasions d'investissement à l'étranger. Les investissements directs bilatéraux nous ont aussi permis de mettre à profit les innovations et les processus techniques mis au point ailleurs.

Dans le contexte nord-américain, la libéralisation des mouvements de capitaux n'a pas fait l'objet de négociations officielles entre le Canada et les États-Unis. Dans l'un et l'autre pays, il s'est agi principalement d'une initiative intérieure, c'est-à-dire que l'intégration des marchés de capitaux du Canada et des États-Unis a progressé aussi rapidement que les Américains et nous avons pu réduire les obstacles *intérieurs* à la liberté des mouvements de capitaux.

iii) La libre circulation de la main-d'oeuvre

Examinons maintenant les marchés du travail et la circulation de la main-d'oeuvre entre le Canada et les États-Unis.

Au XIX^{e} siècle, la mobilité de la main-d'oeuvre était considérable entre nos deux pays. Mais les mouvements transfrontaliers des travailleurs ont beaucoup diminué à compter des années 1920, et particulièrement au lendemain de la Grande Crise.

Aujourd'hui, la frontière entre les marchés du travail canadien et américain est un peu moins étanche qu'elle ne l'était à la fin de la Seconde Guerre mondiale. Mais, par comparaison avec les marchés des produits et des capitaux, elle est encore *la* moins perméable. Cette situation s'explique par les politiques d'immigration des deux pays et les multiples lois régissant la reconnaissance des qualifications à l'échelle nationale et à l'échelon des provinces et des États américains. Pour tirer pleinement parti des avantages d'un marché unique, un assouplissement substantiel des lois et des règlements qui entravent la mobilité de la main-d'oeuvre serait nécessaire. Je reconnais toutefois que cela se révélerait extrêmement difficile, surtout dans le contexte canado-américano-mexicain.

Voilà qui complète mon tour d'horizon des grands marchés canado-américains des biens et services, des capitaux et du travail. Je crois qu'il n'est pas exagéré de dire que, même s'il existe moins de barrières tarifaires et non tarifaires « officielles » entre nos deux pays qu'il y a 15 ans, le fait est que les frontières existent toujours bel et bien. Comme nous le rappelle John Helliwell, « les effets frontaliers sont encore trop importants pour ne pas être pris en compte et trop complexes pour être qualifiés aisément de bons ou de mauvais »[1].

iv) Les régimes réglementaires

Comme je viens de le souligner en parlant du marché du travail, il y a beaucoup d'obstacles non tarifaires à surmonter pour profiter pleinement de l'intégration économique.

Parmi eux, et ce fait est important, figurent les différents régimes réglementaires existant à l'échelle nationale et à l'échelon des provinces et des États américains. À cet égard, il me semble que l'une des questions cruciales que nous devrions nous poser est de savoir si nous avons suffisamment réfléchi à l'harmonisation d'un certain nombre de nos règlements avec ceux des États-Unis. Par « harmonisation », j'entends un rapprochement des cadres réglementaires des deux pays visant à les rendre compatibles, mais pas forcément identiques.

J'estime que nous avons réalisé certains progrès sur ce point, mais pas beaucoup. Je reviendrai là-dessus un peu plus tard.

Quelle stratégie adopter pour l'avenir?

Quelle voie prendrons-nous dans l'avenir?

Le libre-échange en Amérique du Nord nous a procuré de grands avantages, cela ne fait aucun doute. Mais, idéalement, nous devrions, en tant que pays, chercher à supprimer les barrières de façon *multilatérale*, afin que le monde entier ouvre ses portes au commerce. C'est ce que la communauté internationale tente d'accomplir depuis 1947, mais le processus est très long, car l'établissement d'un consensus en la matière continue d'être ardu, comme on peut le voir aujourd'hui avec les négociations menées dans le cadre de la déclaration de Doha.

À mon avis, le libre-échange à l'échelle *mondiale* demeure l'idéal à atteindre. Ici, au Canada, nous ne pouvons nous permettre de perdre cet objectif de vue en misant *exclusivement* sur le libre-échange nord-américain. Mais, *si* nous ne pouvons faire tomber les barrières multilatéralement, nous devrions du moins continuer de les abolir entre les provinces, entre le Canada et les États-Unis, entre le Canada et le Mexique, et, même, à la grandeur des Amériques.

Comme j'ai eu l'occasion de le souligner, un certain nombre d'analystes au Canada ont récemment appelé de leurs voeux l'élargissement de l'intégration économique en Amérique du Nord, souhaitant qu'elle se poursuive sous diverses formes allant d'une union douanière ou d'une sorte de marché commun jusqu'à l'avènement d'une union économique et monétaire complète.

Bien entendu, tout le monde au Canada n'est pas convaincu des mérites d'une intégration économique plus étroite de l'Amérique du Nord. En réalité, ainsi que vous aurez sans doute le loisir de le constater au cours de cette conférence, de nombreux Canadiens s'inquiètent des conséquences d'une telle évolution sur notre souveraineté et notre indépendance en matière de politiques publiques.

Je le répète, je m'exprime ici en qualité d'économiste. Je laisserai donc de côté les grandes questions politiques pour me concentrer sur les facteurs qui me semblent pertinents dans l'optique d'une intégration *économique* plus poussée.

Cela dit, je tiens à faire remarquer que si le Canada s'intéresse au renforcement de l'intégration pour des raisons essentiellement économiques, il ressort clairement que les Américains, eux, voient dans la sécurisation de leur frontière avec nous un élément important de cette intégration. Ainsi, nous, Canadiens, ne pourrons envisager une intégration plus étroite sans réfléchir aux mesures à prendre pour instaurer un véritable périmètre commun de sécurité autour de l'Amérique du Nord. Je ne désire pas m'étendre sur le sujet : d'autres à cette conférence qui connaissent mieux le dossier peuvent en parler à meilleur escient que moi. Toutefois, il importe d'admettre que, pour nos voisins du sud, l'intégration sur le plan de la sécurité et l'intégration économique vont absolument de pair.

Ces précisions apportées, permettez-moi de vous entretenir des voies qui s'ouvrent à nous dans l'avenir.

Commençons par le *commerce*. Le principal enjeu en ce domaine pour le Canada est la limitation du « risque frontalier » : en d'autres termes, l'accès garanti des produits et des services canadiens au marché américain, sans tracasseries et coûts à la frontière et sans la menace de se voir subitement privé de cet accès par une mesure discrétionnaire de la part des États-Unis. C'est un aspect important.

Voici quelques mesures qui iraient en ce sens :

- l'établissement d'un tarif extérieur commun, par l'instauration d'une union douanière et de pratiques communes aux frontières à l'égard des importations en provenance de pays d'outre-mer et des exportations qui leur sont destinées;
- l'harmonisation des politiques et des règles en matière de commerce;
- la fin des recours commerciaux en Amérique du Nord;
- l'uniformisation des politiques de subvention à l'échelon des autorités fédérales et des États américains ou provinces.

Nous pourrions aussi tenter d'élargir la portée de l'ALENA pour inclure les produits agricoles, bien qu'une telle entreprise présente des difficultés évidentes. Et nous pourrions chercher à abolir les barrières qui entravent le commerce des services dans les domaines de la culture, du droit, des finances et des communications, même si l'harmonisation des réglementations au niveau des autorités fédérales et des États ou provinces poserait, ici encore, des problèmes considérables.

Arriver à un accord sur des mesures de nature à limiter le risque frontalier ou à étendre la portée de l'ALENA ne sera pas facile,

en conviens, puisque les étapes les moins complexes ont pour la plupart été franchies. Par ailleurs, n'oublions pas que les Américains n'ont pas les mêmes préoccupations à l'endroit du Mexique qu'envers nous. Nombreux sont les obstacles d'ordre ratique et politique qu'il reste à surmonter. Mais si nous pouvions aboutir à un accord visant l'approfondissement ou élargissement de l'ALENA, nous en retirerions de grands avantages. Les bienfaits de la concurrence pourraient être étendus à un ventail plus large de secteurs, l'incertitude qui découle des mesures de rétorsion commerciales prises unilatéralement l'atténuerait et les barrières non tarifaires (qui dressent souvent des obstacles encore plus redoutables aux échanges que les tarifs) eraient fortement réduites. De plus, un accord sur des règles et des tarifs communs pour le commerce extérieur permettrait de enoncer aux règles d'origine et simplifierait énormément le contentieux frontalier.

e passerai maintenant, si vous le voulez bien, du commerce des biens et services à d'autres considérations liées à l'intégration conomique ou à la formation de ce que les Européens appellent le « marché unique ». Ces considérations concernent largement harmonisation des régimes réglementaires visant non seulement le marché des biens et services, mais aussi ceux des capitaux et u travail.

'adoption en Amérique du Nord de *dispositions réglementaires* communes serait de nature à produire des gains d'efficience. Des ormes communes auraient l'avantage non seulement de réduire les coûts de conformité, mais de permettre à nos entreprises de ivaliser avec leurs homologues américaines à armes égales. La réalisation d'une telle harmonisation constitue cependant un rocessus long et laborieux, comme le montre l'expérience européenne. Dans bien des cas, les Européens ont substitué un tout ouvel ensemble de règles aux dispositions souvent divergentes en place dans les 15 États membres de l'Union. Nous ne sommes as confrontés, en Amérique du Nord, à une tâche aussi énorme (certainement pas au Canada et aux États Unis) tant sont imilaires la structure et la philosophie de base des règles qui gouvernent le commerce, le travail et le fonctionnement des marchés nanciers — sans pour autant être identiques, loin s'en faut. Ainsi, le processus d'harmonisation à l'échelle nationale sera moins rdu qu'en Europe, mais il exigera tout de même beaucoup de temps et d'efforts. En outre, la difficulté, c'est que, pour profiter des vantages de l'harmonisation, nous devrons probablement aligner l'essentiel de nos propres dispositions réglementaires sur celles e nos voisins du sud, compte tenu de l'importance des États-Unis.

ertes, pareille harmonisation de nos normes et procédures réglementaires avec celles en vigueur dans ce pays comporte des nconvénients. Les normes américaines ne sont peut-être pas toujours idéales dans le contexte canadien. Néanmoins, nous ne evrions pas les écarter du revers de la main sous prétexte qu'elles ne sont pas parfaites. Nous devrions au contraire les examiner rès sérieusement et nous demander chaque fois s'il serait préférable de les adopter, afin d'harmoniser les régimes réglementaires n Amérique du Nord, plutôt que de garder nos propres règles, même si celles-ci sont peut-être mieux adaptées à nos besoins articuliers.

utrement dit, si nous décidons de maintenir des régimes différents en matière de régulation économique, il vaudrait mieux que e choix repose sur de sérieux motifs et que les différences que nous conservions produisent vraiment de meilleurs résultats pour es Canadiens.

l se peut bien entendu que nous préférions faire les choses différemment au Canada dans certains cas, pour des raisons d'ordre ocial ou politique. Par exemple, s'il est une question débattue de nos jours au Canada, c'est celle de la fourniture des soins de anté, du régime de santé publique et de la réglementation des médicaments. Un autre sujet d'actualité concerne les politiques elatives à l'immigration. Toutes ces questions méritent un examen approfondi. Et nous devrions encourager les analystes à omparer soigneusement les avantages et les coûts du maintien de régimes différents à ceux qu'impliquent des régimes 'harmonisant davantage.

nfin, je voudrais faire remarquer, pour clore ce volet sur la réglementation, que nous avons *au Canada* un problème de taille. Je ense bien sûr à la multiplicité des normes provinciales dans des domaines aussi cruciaux que les marchés du travail, les marchés nanciers et les marchés de certains services. Les critères variés de reconnaissance professionnelle dans les corps de métier, les ifférentes dispositions provinciales sur les valeurs mobilières et les multiples règles en matière de transport viennent tout de suite l'esprit. Ce type de diversité nous dessert le plus souvent. Par conséquent, il est primordial que nous harmonisions aussi nos ropres normes réglementaires.

tant donné que la plupart des aspects de l'harmonisation des réglementations que j'ai abordés ce soir touchent aussi bien les narchés des biens et services que ceux du travail et des capitaux, je voudrais faire quelques observations concernant plus

précisément le renforcement de l'intégration de ces derniers.

L'intégration des marchés du travail serait grandement favorisée si le Canada et les États-Unis établissaient des procédures rapides, simples et peu coûteuses pour la délivrance de permis de travail autorisant les citoyens des deux pays à occuper un emploi de l'autre côté de la frontière. Il va sans dire que ces procédures seraient plus faciles à négocier si les deux pays mettaient en place, dans le même temps, un périmètre commun de sécurité autour de l'Amérique du Nord pour l'immigration, quoique l'adoption de ce périmètre ne soit pas, en toute logique, une condition préalable.

Pour que le bien-être progresse *réellement*, les initiatives destinées à ouvrir les marchés du travail exigeraient également une plus grande harmonisation des règles relatives à la reconnaissance professionnelle, de telle sorte que les gens puissent effectivement travailler de part et d'autre de la frontière. Évidemment, il faudrait d'abord harmoniser les politiques du marché du travail et adopter des normes communes en matière de reconnaissance professionnelle dans l'ensemble des provinces canadiennes.

Les marchés financiers du Canada et des États-Unis sont déjà étroitement intégrés et, comme je l'ai mentionné précédemment, les Canadiens (et les Américains) profitent largement de l'ouverture, de la transparence et de la compétitivité de ces marchés. Puisque nous cherchons tous à améliorer la qualité de la gouvernance des entreprises et aspirons à davantage de transparence dans la foulée des récents scandales comptables, voici une excellente occasion de mieux harmoniser les réglementations en Amérique du Nord, sinon à l'échelle internationale. Les autorités de par le monde se sont mises en quête d'un ensemble judicieux de principes et de règles applicables à la comptabilité et au commerce des valeurs mobilières. Nous ne devons pas manquer l'occasion — et je crois que nous sommes sur la bonne voie — de parvenir à une uniformisation plus poussée des normes, tant par rapport aux États-Unis qu'entre provinces canadiennes.

En somme, pour arriver à maximiser les avantages économiques, l'harmonisation des normes et pratiques réglementaires, surtout en ce qui concerne les marchés des capitaux et du travail, est appelée à devenir une priorité.

Intégration économique et union monétaire

J'aimerais, pour finir, traiter brièvement de l'intégration monétaire. L'on m'a demandé, *dans l'éventualité où* une décision de nature politique était prise au Canada en faveur d'un renforcement de l'intégration en Amérique du Nord, s'il serait encore avantageux que nous gardions notre monnaie nationale, ou si nous devrions envisager d'adopter le dollar américain.

Tout d'abord, permettez-moi de souligner que la possibilité d'une union monétaire ne devrait être étudiée que lorsque nous aurons accompli davantage de progrès dans la création d'un marché *unique* pour les biens et services, les capitaux et le travail. En l'absence d'un marché unique et efficace du travail, l'adoption d'une monnaie commune pourrait imposer aux travailleurs de lourds coûts d'ajustement. Mais si nous nous dirigions vers la formation d'un marché unique, devrions-nous songer alors à une union monétaire? La réponse à cette question, comme je l'ai déjà expliqué dans d'autres allocutions, dépend dans une large mesure du degré de similitude ou de dissimilitude des structures industrielles des deux pays.

Bien qu'il soit toujours possible que ces structures convergent à l'avenir (ou même divergent!), il n'en reste pas moins, pour l'instant, qu'elles sont très différentes. C'est pourquoi les chocs économiques n'ont généralement pas la même incidence sur nos deux économies. Dans ces conditions, une monnaie distincte dont le cours flotte facilite l'ajustement à ces chocs en limitant au maximum les pertes de production et la hausse de l'inflation.

Supposons cependant que nous soyons sur le point d'établir un véritable marché unique pour les biens et services, le travail et les capitaux. Il serait alors normal d'envisager l'adoption d'une monnaie commune, compte tenu du degré de convergence des structures industrielles à ce moment-là, afin de voir si les avantages découlant de la baisse des coûts de transaction que permet l'utilisation d'une seule monnaie compensent l'accroissement des coûts d'ajustement économique.

Conclusion

Permettez-moi de résumer, en terminant, l'essentiel de mon propos.

Fondamentalement, la décision de renforcer l'intégration économique en Amérique du Nord est une décision politique qui

reviendra aux Canadiens et à leurs élus.

D'un point de vue strictement *économique*, j'ai, en tant qu'économiste, un net penchant pour la poursuite de l'abolition des barrières commerciales — de préférence, de façon multilatérale, mais en commençant par celles en place au Canada et en Amérique du Nord, par souci de réalisme. À long terme, ce choix favorisera l'augmentation de l'efficience et de la productivité de notre économie, ouvrira à nos entreprises et à nos travailleurs de nouveaux horizons et, par-dessus tout, haussera le niveau de vie des Canadiens.

Évidemment, cela ne va pas sans certains inconvénients. Une intégration plus poussée avec les États-Unis pourrait nous exposer davantage aux fluctuations conjoncturelles de ce pays. Nous perdrions peut-être aussi la possibilité de définir des politiques adaptées à tous nos besoins ou destinées à encourager certains secteurs d'activité au Canada. Ces questions méritent toute notre attention et doivent être examinées avec soin. Mais, pour l'instant, la théorie économique et notre expérience nous confortent dans l'idée que, tout bien pesé, les avantages liés à l'ouverture sur le reste du monde l'emportent sur les inconvénients.

J'ai exposé ce soir quelques-uns des éléments que j'estime pertinents pour juger de l'opportunité de renforcer l'intégration économique en Amérique du Nord et de l'étendue des mesures à prendre *si* les Canadiens décidaient d'aller de l'avant.

Je me réjouis à la perspective d'entendre les vues que les autres participants auront sur la question au cours de cette conférence.

[1]J. F. Helliwell (1998), *How Much Do National Borders Matter?*, Washington (D. C.), The Brookings Institution.

Publications et recherches

Discours

2003

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de Vancouver
Vancouver, Colombie-Britannique
Le 10 septembre 2003

Stimuler la confiance

Bonjour. Je suis heureux d'être de retour à Vancouver et de pouvoir renouer avec les membres de la Chambre de commerce. Je me propose aujourd'hui de vous exposer le point de vue de la Banque du Canada sur l'évolution de l'économie canadienne et de l'inflation, ainsi que sur les mesures qu'elle prend à cet égard. Mais, pour pouvoir comprendre la conjoncture actuelle, il faut d'abord examiner certains des événements extraordinaires survenus depuis un an environ et les répercussions qu'ils ont eues sur l'activité économique.

La dernière allocution que j'ai prononcée ici remonte à tout près d'un an. Vous vous rappellerez qu'à l'époque les marchés étaient encore en proie à une agitation considérable par suite de la découverte, à la fin de 2001 et au début de 2002, des pratiques douteuses de comptabilité et de gouvernance des sociétés Enron, WorldCom et autres. Aux États-Unis et au Canada, tout comme dans beaucoup d'autres pays, les sociétés, les organismes de réglementation et les gouvernements commençaient à réagir en adoptant des mesures visant à restaurer et à maintenir la confiance des investisseurs.

Puis vint 2003, que l'on pourrait très bien surnommer « l'année des chocs ». Il y a eu la guerre en Iraq, qui se poursuit encore aujourd'hui. L'épidémie mondiale de syndrome respiratoire sévère aigu (SRAS) a porté un dur coup au Canada et à l'Asie. Aux conséquences humaines de cette maladie à Toronto s'est ajouté le ralentissement marqué de notre industrie du tourisme et du voyage. Nous avons également eu un cas isolé de maladie de la vache folle qui a entraîné la suspension de nos exportations de boeuf et de bovins. Bon nombre de ces restrictions restent en vigueur. Par ailleurs, les incendies de forêt en Colombie-Britannique ont causé une importante détresse émotionnelle et financière. Pendant ce temps, le différend qui nous oppose aux États-Unis au sujet du bois d'oeuvre résineux n'a pas été résolu. Et, récemment, l'Ontario a été touchée par la plus grosse panne d'électricité qu'ait jamais connue l'Amérique du Nord.

Mais la bonne nouvelle, c'est que les entreprises et les consommateurs canadiens ont fait preuve d'une résilience remarquable depuis un an ou deux face à tous ces chocs. Mais de tels chocs peuvent avoir des conséquences considérables sur la confiance des consommateurs et des entreprises, surtout quand ils se produisent coup sur coup.

J'aimerais vous entretenir aujourd'hui du rôle que joue la confiance dans notre économie et passer en revue les mesures prises actuellement en vue de la renforcer. La confiance est essentielle pour que les marchés fonctionnent de manière efficiente et que les entreprises puissent se financer en période de prospérité comme dans les moments difficiles. De plus, il est indispensable que les Canadiens continuent de croire dans le cadre macroéconomique pour que nous puissions tous tirer parti des avantages d'une économie qui se porte bien.

Le rôle de la confiance dans la conduite de la politique monétaire

À la Banque du Canada, nous consacrons beaucoup de temps à réfléchir sur la confiance, car elle tient une grande place dans la conduite de notre politique monétaire, qui est axée sur la poursuite de cibles d'inflation. Nous cherchons à maintenir l'inflation tendancielle à 2 %, soit le point médian d'une fourchette cible de 1 à 3 %. Quand l'inflation tendancielle s'éloigne de ce point médian, dans un sens ou dans l'autre, nous intervenons, en modifiant le taux cible du financement à un jour, afin de la ramener à 2 % à moyen terme.

Depuis une dizaine d'années, nous avons réussi à garder l'inflation aux alentours de 2 %, en moyenne. Et c'est ici que le facteur confiance entre en jeu : les Canadiens s'attendent maintenant à ce que le taux d'inflation reste près de la cible, non seulement à court terme, mais aussi dans l'avenir. Ils croient que la valeur de leurs gains et de leurs économies ne sera pas sapée par l'inflation et que le poids réel de leur dette ne sera pas alourdi par la déflation.

Cette confiance a porté ses fruits en contribuant à l'efficacité de la politique monétaire. La poursuite d'une cible d'inflation donne ses meilleurs résultats lorsque les Canadiens *croient* qu'elle va fonctionner, c'est-à-dire lorsqu'ils ont la conviction que nous allons maintenir l'inflation près de la cible de 2 %.

Grâce à cette confiance, l'inflation et les attentes d'inflation, de même que les taux d'intérêt, sont plus stables maintenant, ce qui profite à l'ensemble de l'économie.

Comment sommes-nous parvenus à récolter ces fruits? En se forgeant une réputation d'institution qui mène une politique monétaire cohérente et crédible, ainsi qu'en rendant davantage compte de nos décisions et en affichant une plus grande transparence. À l'instar de beaucoup d'autres grandes banques centrales, nous souscrivons à l'idée que la politique monétaire est plus efficace lorsque les gens sont en mesure de comprendre ce que fait leur banque centrale et pourquoi. Et c'est dans cette veine que s'inscrivent la publication de notre rapport semestriel sur la politique monétaire et de ses mises à jour, les huit annonces relatives aux taux d'intérêt que nous effectuons chaque année, ainsi que nos nombreuses activités publiques et allocutions.

Bien évidemment, la politique monétaire ne fonctionne pas en vase clos. Elle donne les meilleurs résultats quand elle est combinée à une politique budgétaire qui cherche à éviter les déficits et à alléger la dette du gouvernement. La réduction du déficit fédéral, suivie de son élimination, dans les années 1990, a renforcé la crédibilité du Canada à l'échelle mondiale, entraîné une diminution des primes de risque exigées par les investisseurs et donné au pays une plus grande flexibilité pour s'adapter à une conjoncture économique changeante. Et la prudence dont le Canada continue de faire preuve sur le plan budgétaire lui a donné la flexibilité grâce à laquelle il a pu traverser plutôt bien la récente tourmente.

Les Canadiens connaissent maintenant les avantages que procurent un taux d'inflation bas, stable et prévisible et des budgets équilibrés. Et ils s'attendent à ce que leur banque centrale et leurs gouvernements continuent de les faire profiter de ces avantages par l'entremise d'une politique monétaire responsable et d'une gestion prudente des finances publiques.

La confiance dans les marchés

De saines politiques monétaire et budgétaire permettent donc de jouir des fruits de la confiance. Mais, de toute évidence, la confiance et la transparence jouent un rôle essentiel dans tous les secteurs de l'économie et du système financier. Nous savons tous qu'une entreprise ne peut survivre longtemps si elle dilapide le capital de confiance de ses clients, de ses fournisseurs et de ses investisseurs.

Les scandales financiers et comptables de 2001 et 2002 n'ont pas seulement nui aux profits et aux gains sur portefeuilles. Ils ont aussi ébranlé la confiance des participants aux marchés financiers. Les problèmes qui ont conduit à l'effondrement d'Enron, WorldCom et autres ne se limitaient pas à ces sociétés. De fait, le groupe de travail international créé par la Fédération internationale des comptables — et présidé par l'ancien gouverneur de la Banque du Canada John Crow — souligne, avec raison, que la débâcle d'Enron est l'événement qui, de par son ampleur, a permis à beaucoup de gens de prendre conscience de problèmes importants qui se posaient depuis un certain temps.

Ce qui est encourageant, c'est que cette prise de conscience s'est faite rapidement et que des efforts considérables sont en cours pour résoudre ces problèmes et raffermir la confiance dans le système financier. Aux États-Unis, par exemple, la loi Sarbanes-Oxley vise à rétablir la confiance dans les données financières déclarées par les sociétés. D'autres initiatives à l'échelle

internationale ont été entreprises afin d'améliorer à la fois la production des rapports financiers et la surveillance des sociétés publiques.

Au Canada, les gouvernements fédéral et provinciaux conjuguent leurs efforts à ceux du secteur privé pour examiner et parfaire le cadre régissant les sociétés publiques et les marchés de capitaux. Ces initiatives sont résumées dans un document intitulé *Stimuler la confiance dans les marchés de capitaux au Canada*, que l'on peut consulter dans le site Web du ministère des Finances.

Les travaux se concentrent sur quatre enjeux :

- l'amélioration des rapports financiers et de la divulgation;
- la qualité accrue des méthodes de vérification;
- une meilleure gouvernance d'entreprise et reddition de compte de la part des dirigeants;
- une mise en application plus rigoureuse des règles.

Tous ces efforts ont pour objet de bâtir la confiance nécessaire pour que les marchés puissent protéger les intérêts des investisseurs et des bailleurs de fonds et fonctionner de manière efficiente, afin que les entreprises soient en mesure de financer leurs activités au moindre coût.

Les mesures visant à stimuler la confiance

Examinons d'abord ce qui s'est fait jusqu'à présent pour améliorer les rapports financiers et la divulgation. Notre système, qui procure déjà aux Canadiens de très bons résultats, est en train d'être renforcé. Les modifications proposées visent à accroître la confiance tout en maintenant les coûts liés à la conformité à un niveau relativement bas.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont à élaborer de nouvelles lignes directrices concernant les obligations des sociétés publiques en matière d'information continue, qu'elles comptent mettre en vigueur d'ici janvier 2004. L'Institut Canadien des Comptables Agréés a également formulé de nouvelles lignes directrices sur les options d'achat d'actions, les garanties financières et les arrangements hors bilan. De plus, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) a défini de nouvelles règles pour promouvoir l'indépendance des analystes financiers.

Afin d'accroître la qualité des méthodes de vérification, le Conseil canadien sur la reddition de comptes, mis sur pied dernièrement, supervisera les pratiques des cabinets qui vérifient les sociétés cotées en bourse. Son président est M. Gordon Thiessen, mon prédécesseur à la Banque du Canada. Et M. David Scott, associé principal chez PricewaterhouseCoopers, en a récemment été nommé chef de la direction. Le Conseil inspectera les cabinets de vérificateurs et formulera des recommandations sur les normes de comptabilité et de certification, les règles de conduite et les pratiques de gouvernance. Ses efforts sont étayés par le nouveau Conseil de surveillance de la normalisation en vérification et certification, qui a pour but de fournir un point de vue extérieur à la profession comptable sur la supervision et l'établissement des normes en matière de vérification des sociétés.

Des initiatives importantes pour redonner confiance aux investisseurs ont aussi été entreprises dans les domaines de la gouvernance d'entreprise et de la reddition de comptes par les dirigeants. Mais surtout, de nombreuses sociétés ont pris, ou sont en train de prendre, des dispositions de leur propre chef à cet égard. Leurs démarches sont soutenues par les mesures des commissions des valeurs mobilières des provinces. En janvier, le Bureau du surintendant des institutions financières a publié de nouvelles lignes directrices sur la gouvernance des institutions financières constituées en vertu d'une loi fédérale. Dans son budget de février dernier, le gouvernement fédéral a annoncé un plan visant à renforcer les normes relatives à la gouvernance d'entreprise dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et les statuts des institutions financières.

Les investisseurs institutionnels préconisent aussi une amélioration des pratiques de gouvernance d'entreprise et de la reddition de comptes par les dirigeants. Ils ont créé la coalition canadienne pour une bonne gouvernance, présidée par l'ancien ministre des Finances Michael Wilson. Celle-ci a publié récemment de nouvelles lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise qui ont pour objet d'améliorer l'efficacité des conseils d'administration.

Certains sont d'avis que les autorités n'ont pas fait preuve de vigilance dans l'application des règles relatives aux fraudes et aux

e ces règles plus rigoureuse. Le gouvernement de la Colombie-Britannique a préparé des avant-projets de loi visant à augmenter es amendes, à étendre les pouvoirs de la Commission des valeurs mobilières de la province et à accroître les droits des nvestisseurs. L'Ontario et le Québec ont adopté des lois dont l'objectif est de renforcer les sanctions et d'élargir les pouvoirs 'enquête de leurs commissions des valeurs mobilières. Les nouvelles lignes directrices de l'ACCOVAM prévoient notamment des énalités plus sévères pour les courtiers qui enfreignent ses règles.

Dans le budget de février dernier, le gouvernement fédéral a annoncé une mise en application plus vigoureuse de la loi afin de ombattre la fraude sur les marchés de capitaux. Grâce à des modifications au *Code criminel*, il sera plus facile de poursuivre les ontrevenants. Des fonds additionnels seront consacrés aux enquêtes sur les cas graves de fraudes sur les marchés de capitaux. En utre, des équipes spéciales d'enquêteurs, de juricomptables et d'avocats seront mises sur pied dans les principaux centres inanciers.

Ce ne sont là que quelques exemples des progrès accomplis au Canada par les entreprises, les organismes de réglementation et les ouvernements pour donner aux investisseurs confiance dans nos marchés financiers. Bien sûr, ces efforts contribuent aussi à méliorer le processus décisionnel des sociétés, à accroître leur efficience et à les rendre plus solides. C'est pourquoi il est de notre ntérêt à tous que nous réalisions d'autres progrès à ce chapitre.

Que devons-nous garder à l'esprit à mesure que nous avançons sur le chemin de l'amélioration? Premièrement, il serait dangereux e penser que tous les problèmes sont derrière nous. Si nous ne restons pas vigilants et rigoureux dans nos efforts, nous risquons e gâcher le travail effectué à ce jour.

Deuxièmement, bien que les mêmes principes doivent être appliqués à toutes les sociétés, ils doivent l'être de façon à ne pas mposer de coûts de conformité indus, surtout aux petites entreprises.

Troisièmement, même s'il n'est pas obligatoire que nos normes soient identiques à celles d'autres pays, elles doivent néanmoins tre jugées tout aussi efficaces. Les marchés de capitaux du Canada et des États-Unis sont déjà fortement intégrés, et les anadiens (de même que les Américains) ont tiré de grands bénéfices de ces marchés ouverts, transparents et concurrentiels.

Comme les marchés mondiaux sont de plus en plus intégrés, il est très avantageux d'avoir des normes cohérentes à l'échelle *nternationale*. À l'heure actuelle, les autorités d'un certain nombre de pays semblent être disposées à établir un éventail aisonnable de principes et de règles relativement aux normes comptables et à la réglementation en matière de valeurs mobilières ouvant s'appliquer partout dans le monde. Le Conseil des normes comptables internationales et le Financial Accounting tandards Board des États-Unis travaillent de concert à une telle entreprise avec l'appui d'autres pays, dont le nôtre. Il importe ue nous continuions au Canada à oeuvrer à l'élaboration de normes mondiales sensées. Nous devons cerner les changements qu'il ous faudra apporter à nos pratiques pour qu'elles se conforment à ces normes et aident nos marchés de capitaux à demeurer oncurrentiels dans un contexte de mondialisation croissante.

Les marchés fonctionnent de manière plus efficiente quand ils sont soumis à des règles et à des principes clairs, transparents et aisonnables, tant sur le plan international que national. C'est la raison pour laquelle, à la Banque du Canada, nous encourageons es efforts d'uniformisation des lois et des règlements sur les valeurs mobilières et leur mise en application, partout au pays.

Enfin, au moment d'établir de nouvelles règles pour promouvoir la confiance, nous devons prendre soin d'éviter de créer un égime qui freine l'innovation des marchés financiers. Il nous faut élaborer un cadre qui concilie la nécessité, d'une part, de isposer de règles efficaces et applicables pour promouvoir la confiance et, d'autre part, de faciliter l'apparition de modes de inancement nouveaux et novateurs pour les entreprises afin d'améliorer la répartition des capitaux.

Ce type de cadre est la meilleure contribution que nous puissions apporter au fonctionnement efficient et à la croissance continue e nos marchés financiers. Mais il ne suffira pas à la tâche à lui seul. Un cadre juridique et réglementaire solide doit être conjugué des normes déontologiques strictes et appliquées de façon généralisée. Les chefs de la direction et les autres dirigeants des ociétés doivent se faire un devoir de communiquer clairement, ouvertement et équitablement avec les investisseurs. Ces derniers, uant à eux, ont la responsabilité de prendre en compte tous les renseignements disponibles. De plus, les organismes de

institutions publiques que nous pourrons rétablir la confiance et en conserver les fruits.

Comme je le faisais remarquer au début de mon allocution, la résilience dont ont fait preuve les consommateurs, les investisseurs et les entreprises au pays nous a aidés à faire face aux récents chocs économiques. La confiance sera indispensable au renforcement de notre économie dans les mois à venir et à une expansion soutenue à moyen terme. J'aimerais donc, si vous me le permettez, vous présenter maintenant le point de vue de la Banque sur l'économie et l'inflation.

La conjoncture économique actuelle

Depuis la parution de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en juillet, les pressions inflationnistes au Canada ont continué de s'atténuer. Le récent recul de l'inflation tient en partie à une augmentation de la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie. La croissance de l'activité a été interrompue au deuxième trimestre de l'année par un certain nombre de facteurs à court terme, notamment l'épidémie de SRAS et les restrictions commerciales imposées sur les exportations canadiennes de boeuf et de bovins par suite d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine. Le rythme d'expansion de l'économie demeurera vraisemblablement inférieur à celui de la production potentielle au troisième trimestre, en raison des restrictions commerciales restantes relativement aux exportations de boeuf et de bovins, ainsi que des effets de la panne d'électricité en Ontario et des incendies de forêt dans l'Ouest du pays.

L'épidémie de SRAS a entraîné une réduction temporaire du prix de certains services. En outre, on observe une diminution plus grande que prévu du prix de plusieurs biens, tels que les véhicules automobiles, les vêtements, les meubles et les appareils électroménagers. Nous nous attendions à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence— qui exclut les huit composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes — passe sous la cible de 2 %. Mais cela s'est produit plus tôt que la Banque ne l'avait projeté. Le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait baisser encore quelque peu ces prochains mois, et nous prévoyons que l'inflation tendancielle demeurera sous la cible de 2 % pendant un certain temps.

Comme je le disais, cette baisse de l'inflation tendancielle tient en partie à l'élargissement de la marge de capacités inutilisées en 2003. De plus, les prix de nombreux biens faisant l'objet d'échanges internationaux ont chuté à l'échelle mondiale en raison de l'offre excédentaire. L'appréciation du dollar canadien enregistrée plus tôt cette année a fait baisser le prix des biens importés, et certains détaillants ont fait bénéficier les consommateurs de ces économies. De plus, les fournisseurs vendent à rabais afin de liquider leurs stocks, notamment dans le secteur automobile. Les pressions dues à la hausse des primes d'assurance qui se sont exercées sur les prix plus tôt cette année semblent s'estomper au fil des mois.

Le taux d'augmentation de l'IPC global est passé de 4,6 % en février à 2,2 % dernièrement, à la faveur de la baisse de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des majorations plus modérées des prix de l'énergie. Les fluctuations de ces derniers continuent de jeter de l'incertitude sur nos prévisions concernant le taux d'accroissement de l'IPC global au cours des prochains mois; pour l'établissement de ces dernières, nous supposons toutefois que les cours du pétrole avoisineront 27 $ É. U. le baril en 2004.

En dépit des facteurs temporaires qui ont touché l'économie aux deuxième et troisième trimestres de cette année, des signes nous indiquent que les conditions propices à un renforcement de l'expansion économique sont réunies. Voici pourquoi. La croissance de la demande intérieure finale est demeurée robuste et les conséquences négatives des chocs dont je viens de parler commencent à se dissiper. La reprise aux États-Unis s'est amorcée plus tôt, et sera plus forte, qu'on ne l'avait projeté précédemment. Le regain de vigueur de la demande de biens de consommation et la hausse des investissements des entreprises aux États-Unis sont de bon augure pour les exportations canadiennes. On observe aussi un raffermissement en Asie. En outre, le climat régnant sur les marchés financiers reste favorable.

Ainsi, malgré la faiblesse actuelle, les données économiques recueillies jusqu'à présent confortent l'opinion de la Banque voulant que la croissance de l'économie canadienne s'accélère vers la fin de 2003 et en 2004.

La semaine dernière, nous avons abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage, pour le

ramener à 2 3/4 %. Il découle de cette décision que les taux d'intérêt directeurs favoriseront le retour de l'activité économique à des niveaux compatibles avec un équilibre global entre l'offre et la demande, ce qui contribuera à ramener l'inflation au taux visé à moyen terme.

Conclusion

Les Canadiens ont eu à surmonter beaucoup de difficultés cette année. Mais chaque choc auquel nous avons été confrontés a également représenté une occasion d'apprendre, d'améliorer notre capacité de faire face aux crises et de renforcer notre sens de la collectivité.

Nul ne peut prédire le type de chocs que notre économie subira dans l'avenir, mais nous savons qu'elle en connaîtra. Ce qui importe, c'est que nous ayons un cadre économique et financier robuste qui nous permet de faire face aux perturbations et de saisir les occasions de progrès à mesure qu'elles se présentent. C'est ce genre de cadre qui donne aux entreprises et aux investisseurs la confiance dont ils ont besoin pour prendre des risques et innover.

Nous avançons dans l'élaboration du cadre qui nous aidera à récolter les fruits de la confiance. Durant les années 1990, nous avons amélioré nos politiques budgétaire et monétaire. Comme je l'ai expliqué, nous nous employons maintenant à accroître la solidité et l'efficience de nos systèmes financiers.

Ces efforts constants nourrissent la confiance. Ils améliorent notre capacité de surmonter les chocs économiques de tous types et de tirer profit des occasions qui se présentent.

Voir aussi : Communiqué

© 1995 - 2007. Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. Communiquez avec nous et consultez l'Énoncé concernant la protection des renseignements personnels.

A1 Sommaire des variables clés relatives à la politique monétaire

Données mensuelles		Cible de maîtrise de l'inflation (taux sur 12 mois)			Instrument de politique monétaire			Conditions monétaires			Agrégats monétaires (taux de croissance sur 12 mois)			Indicateurs de l'inflation					
		Fourchette cible	IPC	Indice de référence*	Fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (fin du mois) Bas	Haut	Taux du financement à un jour	Indice des conditions monétaires (janvier 1987 = 0)	Taux du papier commercial à 90 jours	Indice C-6 des taux de change pondérés en fonction des échanges commerciaux (1992 = 100)	M1 brut	M1++	M2++	Écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel	IPC global hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects	IPCP	Coûts unitaires de main-d'œuvre	IPPI (produits finis)	Gains horaires moyens des travailleurs permanents
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
1999	O	1-3	2.3	1.6	4.25	4.75	4.61	-6.20	5.05	82.61	6.1	5.4	5.0	2.31	1.6	1.7	0.1	0.6	2.8
	N	1-3	2.2	1.4	4.50	5.00	4.77	-6.05	5.05	82.98	8.2	6.0	4.9	2.06	1.5	1.7	-0.3	-	2.9
	D	1-3	2.6	1.4	4.50	5.00	4.76	-5.46	5.27	83.90	9.8	6.8	5.5	2.22	1.6	1.7	0.8	1.3	3.2
2000	J	1-3	2.3	1.2	4.50	5.00	4.77	-5.09	5.25	84.87	9.2	6.2	5.7	2.25	1.3	1.5	1.0	0.7	3.5
	F	1-3	2.7	1.3	4.75	5.25	4.97	-5.54	5.31	83.58	11.2	7.7	6.2	1.91	1.6	1.6	1.8	2.1	3.1
	M	1-3	3.0	1.4	5.00	5.50	5.25	-5.16	5.46	84.17	12.3	8.9	6.4	2.04	1.5	1.7	1.3	1.5	3.0
	A	1-3	2.1	1.1	5.00	5.50	5.26	-5.37	5.62	83.23	14.6	9.5	7.2	2.28	1.2	1.3	5.2	2.2	3.7
	M	1-3	2.4	1.1	5.50	6.00	5.75	-5.48	5.98	82.08	13.6	8.2	6.6	1.82	1.3	1.4	1.4	3.2	3.2
	J	1-3	2.9	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.32	5.89	82.70	15.5	9.3	7.2	1.84	1.4	1.6	2.7	3.2	2.9
	J	1-3	3.0	1.2	5.50	6.00	5.73	-4.88	5.88	83.83	16.7	9.3	7.6	1.90	1.5	1.7	2.5	2.5	3.0
	A	1-3	2.5	1.2	5.50	6.00	5.75	-5.05	5.90	83.34	16.0	8.6	7.1	1.84	1.5	1.6	3.3	2.3	3.4
	S	1-3	2.7	1.0	5.50	6.00	5.74	-5.45	5.83	82.53	17.4	9.3	7.0	2.07	1.3	1.5	4.6	2.4	4.0
	O	1-3	2.8	1.3	5.50	6.00	5.75	-5.70	5.85	81.87	17.4	9.6	7.5	2.09	1.5	1.6	3.4	3.5	3.7
	N	1-3	3.2	1.5	5.50	6.00	5.75	-6.22	5.89	80.49	15.8	9.5	7.4	2.00	1.8	1.8	4.3	4.8	3.3
	D	1-3	3.2	1.8	5.50	6.00	5.80	-5.92	5.71	81.66	15.6	10.2	7.9	2.14	1.9	2.0	3.9	3.0	3.2
2001	J	1-3	3.0	1.8	5.25	5.75	5.49	-6.06	5.29	82.36	14.4	9.2	7.7	2.36	2.0	2.0	4.1	3.7	3.0
	F	1-3	2.9	1.7	5.25	5.75	5.49	-6.94	5.05	80.78	14.3	8.6	7.6	2.27	2.0	1.9	3.8	3.8	3.5
	M	1-3	2.5	1.8	4.75	5.25	4.99	-7.93	4.66	79.35	13.3	7.8	7.4	2.34	1.7	1.9	4.1	3.8	3.7
	A	1-3	3.6	2.3	4.50	5.00	4.74	-7.71	4.49	80.28	11.3	7.3	7.2	2.36	1.9	2.4	-	4.3	3.5
	M	1-3	3.9	2.3	4.25	4.75	4.67	-7.60	4.49	80.54	11.7	9.0	7.8	2.45	2.0	2.5	3.1	3.8	4.0
	J	1-3	3.3	2.3	4.25	4.75	4.49	-7.03	4.38	82.21	10.0	8.0	7.2	2.36	1.9	2.4	2.9	2.8	3.8
	J	1-3	2.6	2.4	4.00	4.50	4.24	-7.70	4.22	80.97	9.6	8.4	7.0	2.28	2.1	2.4	3.3	2.6	3.3
	A	1-3	2.8	2.3	3.75	4.25	4.17	-8.28	3.96	80.18	9.2	8.8	7.1	1.99	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
	S	1-3	2.6	2.3	3.25	3.75	3.49	-9.69	3.19	78.65	11.7	10.8	7.6	2.18	2.0	2.3	1.8	3.5	2.3
	O	1-3	1.9	2.2	2.50	3.00	2.74	-10.59	2.45	78.28	12.0	10.9	7.9	1.71	1.8	2.1	2.5	1.4	2.5
	N	1-3	0.7	1.7	2.00	2.50	2.60	-10.78	2.17	78.50	13.7	13.2	8.7	1.91	1.4	1.7	1.9	0.6	3.0
	D	1-3	0.7	1.6	2.00	2.50	2.24	-10.94	2.08	78.33	14.2	14.0	7.6	1.93	1.3	1.6	2.4	1.0	3.3
2002	J	1-3	1.3	1.8	1.75	2.25	1.99	-10.82	2.07	78.63	14.4	15.6	8.0	1.95	1.4	1.8	2.1	2.0	3.5
	F	1-3	1.5	2.2	1.75	2.25	1.99	-11.07	2.16	77.84	12.6	15.5	7.5	1.96	1.4	2.1	1.1	1.5	3.4
	M	1-3	1.8	2.1	1.75	2.25	1.99	-10.61	2.36	78.45	12.2	15.7	7.0	2.30	1.8	2.1	1.2	1.1	3.2
	A	1-3	1.7	2.2	2.00	2.50	2.24	-10.07	2.46	79.48	11.7	15.2	6.9	2.29	1.9	2.1	0.5	0.6	2.8
	M	1-3	1.0	2.2	2.00	2.50	2.25	-9.31	2.68	80.79	12.0	14.4	6.7	2.24	2.0	1.9	1.8	-0.3	2.4
	J	1-3	1.3	2.1	2.25	2.75	2.50	-9.12	2.78	80.99	13.5	15.7	6.9	2.32	2.1	1.9	1.2	0.6	2.7
	J	1-3	2.1	2.1	2.50	3.00	2.74	-10.40	2.88	77.71	13.9	14.9	6.8	2.28	2.1	2.0	0.7	0.5	2.8
	A	1-3	2.6	2.5	2.50	3.00	2.74	-9.68	3.09	78.90	14.4	15.4	6.8	2.18	2.2	2.4	1.4	1.3	3.0
	S	1-3	2.3	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.27	2.90	77.97	11.2	12.7	6.2	2.18	2.3	2.3	0.9	0.9	2.8
	O	1-3	3.2	2.5	2.50	3.00	2.74	-10.06	2.83	78.63	11.7	12.5	5.7	2.18	2.5	2.4	1.4	2.1	2.7
	N	1-3	4.3	3.1	2.50	3.00	2.74	-10.21	2.85	78.24	9.8	10.3	4.8	2.15	3.1	3.0	2.2	1.8	2.5
	D	1-3	3.9	2.7	2.50	3.00	2.74	-9.80	2.83	79.24	7.2	8.1	3.7	2.09	3.3	2.4	1.6	2.1	1.9
2003	J	1-3	4.5	3.3	2.50	3.00	2.74	-9.34	2.91	80.15	7.8	7.4	3.6	2.27	3.3	2.9	1.6	1.1	1.9
	F	1-3	4.6	3.1	2.50	3.00	2.75	-8.61	2.97	81.78	7.3	6.4	3.2	2.40	3.3	2.9	1.8	1.1	2.1
	M	1-3	4.3	2.9	2.75	3.25	2.99	-7.72	3.28	83.22	6.5	5.6	3.1	2.50	3.1	2.7	1.8	0.1	1.8
	A	1-3	3.0	2.1	3.00	3.50	3.24	-6.92	3.35	85.07	7.0	5.6	3.1	2.28	2.8	2.1	2.9	-1.5	1.3
	M	1-3	2.9	2.3	3.00	3.50	3.24	-6.02	3.27	87.60	7.7	5.7	3.5	2.12	2.5	2.2	1.9	-2.8	1.8
	J	1-3	2.6	2.1	3.00	3.50	3.24	-5.11	3.11	90.45	7.9	6.0	3.3	2.04	2.1	2.0	2.3	-3.7	1.4
	J	1-3	2.2	1.8	2.75	3.25	2.99	-6.60	2.89	87.07	10.1	7.4	3.6	2.25	1.7	1.9		-2.1	2.1
	A	1-3	2.0	1.5	2.75	3.25	3.00	-6.68	2.80	87.11	9.5	7.4		2.29	1.7	1.7		-2.8	2.1
	S				2.50	3.00	2.75	-5.93	2.64	89.52				2.15					

* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC

A2 Principaux indicateurs financiers et économiques

Variations calculées sur la base de données désaisonnalisées : en %, sauf indication contraire

	Année, trimestre ou mois		Monnaie et crédit									Production et emploi				
			Agrégats monétaires					Crédits aux entreprises		Crédits aux ménages		PIB à prix courants	Volume du PIB (en millions de dollars enchaînés de 1997, données trimestrielles)	PIB par branche d'activité (en millions de dollars de 1997, données mensuelles)	Emploi (*Information population active*)	Taux de chômage
			M1 brut	M1+	M1++	M2+	M2++	À court terme	Total	Crédit à la consommation	Crédit hypothécaire à l'habitation					
			(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	1990		1.4	5.1	8.0	11.8	9.2	7.8	9.8	9.5	14.4	3.4	0.2		0.8	8.1
	1991		2.6	5.0	2.9	8.6	7.6	1.0	3.4	2.3	8.2	0.8	-2.1		-1.8	10.3
	1992		7.0	4.3	0.2	5.8	7.1	-3.4	1.8	1.7	8.4	2.2	0.9		-0.7	11.2
	1993		9.5	5.2	-0.7	4.2	6.6	-6.4	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.8	11.4
	1994		13.2	8.5	1.4	1.9	6.8	1.6	4.8	7.8	6.4	6.0	4.8		2.0	10.4
	1995		6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.5	5.1	7.4	3.7	5.1	2.8		1.9	9.4
	1996		12.2	8.3	3.3	4.4	6.8	1.4	5.5	7.0	4.2	3.3	1.6		0.8	9.6
	1997		16.9	11.4	7.2	0.9	7.2	7.6	10.0	10.2	5.6	5.5	4.2		2.3	9.1
	1998		10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.6	11.6	10.3	4.9	3.7	4.1	3.8	2.7	8.3
	1999		7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	1.9	6.2	7.9	4.5	7.4	5.5	5.6	2.8	7.6
	2000		14.7	10.6	8.9	5.9	7.0	6.6	7.5	12.7	4.7	9.5	5.3	5.5	2.6	6.8
	2001		12.1	10.4	9.7	6.6	7.6	-1.1	5.5	7.2	4.2	3.0	1.9	2.0	1.1	7.2
	2002		12.0	11.0	13.7	7.4	6.4	-5.6	3.6	6.9	7.3	4.3	3.3	3.5	2.2	7.7
Taux annuels	1999	III	6.6	8.0	6.8	6.3	6.5	-	6.7	9.7	6.0	10.4	5.8	7.3	2.8	7.5
		IV	9.9	6.0	4.7	4.6	5.2	-0.1	5.7	12.4	4.1	8.0	6.8	7.1	3.2	7.0
	2000	I	20.5	13.1	11.8	7.8	8.3	11.2	8.3	17.0	5.5	11.2	5.7	6.2	3.4	6.8
		II	22.0	16.1	12.9	6.5	8.0	16.5	10.7	13.1	5.8	10.7	4.2	3.5	1.5	6.7
		III	14.8	9.1	7.1	5.7	7.4	3.4	5.3	10.9	2.3	8.5	5.3	4.5	1.4	6.9
		IV	8.4	9.8	7.4	2.9	6.8	6.7	7.2	7.9	3.9	3.8	1.7	2.3	3.0	6.9
	2001	I	11.2	8.1	6.7	7.2	8.2	-0.7	6.0	5.5	3.3	4.9	1.3	1.5	0.6	6.9
		II	9.8	12.0	11.3	8.1	7.2	-14.9	2.0	5.9	3.5	0.7	1.1	1.5	0.6	7.1
		III	11.4	8.6	12.0	6.3	6.7	-3.0	5.4	6.2	6.7	-5.0	-0.7	-0.6	-0.1	7.2
		IV	21.2	16.2	21.2	12.6	10.0	-1.7	5.3	5.0	7.5	-1.4	3.8	2.9	0.5	7.6
	2002	I	10.3	14.4	18.1	7.6	6.0	-9.7	4.5	5.4	7.0	9.2	5.8	6.3	3.1	7.8
		II	7.1	6.4	9.5	4.3	4.5	-4.4	1.9	8.8	8.1	10.6	3.8	4.8	3.6	7.6
		III	14.4	8.8	9.0	7.5	5.9	-3.1	1.9	9.7	8.7	4.9	2.7	3.1	3.5	7.6
		IV	6.5	5.0	4.9	2.8	2.4	-3.7	2.2	10.4	8.0	6.1	1.6	1.9	3.2	7.6
	2003	I	1.2	0.9	2.6	3.4	0.4	-0.2	4.0	7.2	7.1	10.5	2.6	2.0	2.2	7.4
		II	8.5	5.5	6.5	7.0	4.4	-0.8	1.8	6.8	6.5	-1.7	-0.3	-0.3	0.4	7.7
		III														
Trois derniers mois			23.9	15.0	15.8	9.0	6.9	-3.6	0.9	8.0	7.6			1.1	0.5	8.0
Taux mensuels	2002	S	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	-0.7	0.1	0.8	0.5			-	0.2	7.7
		O	1.0	0.6	0.6	0.4	0.3	-0.1	0.1	0.8	0.9			0.3	0.2	7.6
		N	-0.1	0.3	0.3	-	0.2	-0.3	0.3	0.8	0.5			-	0.3	7.5
		D	-0.2	-0.5	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	0.2	0.7	0.4			0.2	0.3	7.5
	2003	J	0.8	0.6	0.7	1.0	0.6	0.3	0.3	0.4	0.9			0.3	-	7.4
		F	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	0.2	0.5	0.7	0.5			0.1	0.4	7.4
		M	-0.3	-0.1	-	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2			-0.1	0.1	7.3
		A	0.7	0.5	0.6	0.6	0.4	-0.3	-	0.7	0.6			-0.2	-0.1	7.5
		M	1.5	0.7	0.8	1.0	0.8	-0.3	-	0.5	0.8			0.2	-0.1	7.8
		J	1.9	1.4	1.4	0.6	0.5	-	0.1	0.6	0.4			0.1	0.3	7.7
		J	3.2	1.9	1.9	0.8	0.8	-0.6	-	1.5	0.9			0.6	-0.1	7.8
		A	0.3	0.7	0.8			-0.7	0.1						-0.1	8.0
		S														

A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités		Prix et coûts				Accords salariaux		Indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada (données non désaisonnalisées)		Moyenne des cours acheteur et vendeur des titres			Année, trimestre ou mois	
Ensemble des industries productrices de biens non agricoles	Industries manufacturières	IPC	Indice de référence*	Indice de prix en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien		
(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)		
81.6	78.2	4.8	3.5	3.2		5.6	5.5	0.6	-5.2	11.51	10.34		1990	
78.3	74.2	5.6	2.8	2.9		3.4	4.3	-11.2	-11.8	7.43	8.32	4.45	1991	
78.2	76.4	1.5	1.8	1.3		2.0	2.4	-0.3	0.6	7.01	7.86	4.62	1992	
80.0	79.9	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993	
82.4	83.5	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994	
81.6	83.9	2.2	2.3	2.3		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995	
81.2	82.8	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996	
82.5	83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997	
83.3	84.3	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998	
84.2	85.8	1.7	1.4	1.7	0.1	1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999	
85.4	86.2	2.7	1.3	4.0	3.0	2.5	2.4	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000	
82.3	81.9	2.6	2.1	1.1	2.7	3.3	2.8	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001	
82.2	83.5	2.2	2.3	0.9	1.4	2.9	2.6	-6.2	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002	
84.6	86.2	2.7	1.8	4.0	-0.7	2.3	2.4	34.2	13.8	4.66	5.77	4.05	1999	III
85.1	86.2	2.4	0.9	1.2	1.3	2.3	3.8	14.5	1.4	4.85	6.18	4.01		IV
85.5	86.4	2.8	0.6	5.2	3.6	2.4	3.0	30.1	20.0	5.27	6.03	3.80	2000	I
85.4	86.0	1.7	1.3	6.3	8.5	2.5	2.6	4.7	-4.9	5.53	5.93	3.77		II
85.4	86.4	4.0	1.8	3.1	0.8	2.6	1.9	5.8	-17.6	5.56	5.75	3.60		III
85.1	85.9	4.2	2.5	2.3	2.6	3.1	2.3	17.0	-7.6	5.49	5.35	3.42		IV
83.7	83.3	1.4	1.7	3.4	4.1	3.9	2.5	11.6	-5.5	4.58	5.41	3.45	2001	I
83.4	83.0	4.7	2.9	-0.4	0.4	3.0	3.0	-16.0	23.0	4.30	5.73	3.53		II
81.5	81.2	0.3	2.1	-4.4	2.8	3.7	2.7	-38.4	-22.2	3.05	5.32	3.68		III
80.4	80.1	-1.8	0.7	-5.2	1.7	3.0	2.4	-41.5	-30.8	1.95	5.44	3.76		IV
81.4	82.1	3.4	2.9	3.1	1.1	3.1	2.1	15.9	12.3	2.30	5.79	3.68	2002	I
82.3	83.6	3.6	3.0	6.6	-0.9	2.7	2.5	39.0	-1.8	2.70	5.37	3.42		II
82.8	84.4	4.3	2.8	2.3	2.2	3.2	2.4	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25		III
82.4	84.0	4.0	2.3	4.5	4.7	3.3	3.5	20.5	-4.0	2.63	4.88	3.33		IV
82.5	83.7	5.7	4.1	7.5	1.1	2.9	2.4	82.4	14.1	3.14	5.13	3.08	2003	I
81.2	82.5	-2.4	-0.7	-1.4	1.5	3.2	0.7	-17.2	14.8	3.07	4.37	2.99		II
								0.6	20.8	2.58	4.64	3.08		III
		-0.1	0.1		1.5			0.6	20.8	2.58	4.64	3.08		
		0.1	0.1		0.2			3.2	-	2.83	4.92	3.25	2002	S
		0.5	0.2		0.4			2.0	-0.4	2.73	5.16	3.45		O
		0.4	0.4		0.6			-2.8	-0.5	2.71	5.18	3.43		N
		-0.1	-0.2		0.2			6.7	0.8	2.63	4.88	3.33		D
		1.1	0.8		-0.1			6.1	0.8	2.83	5.02	3.22	2003	J
		0.4	0.2		0.1			13.5	3.4	2.88	4.93	3.06		F
		-0.1	-		-			-8.4	-0.4	3.14	5.13	3.08		M
		-0.7	-0.5		0.2			-6.1	0.5	3.19	4.90	3.13		A
		-0.1	0.4		-			3.3	1.8	3.16	4.50	3.00		M
		0.1	-0.1		0.2			3.2	2.6	3.07	4.37	2.99		J
		0.1	-					-3.4	-0.2	2.81	4.78	3.15		J
		0.3	-					1.6	2.2	2.71	4.96	3.15		A
								-1.8	3.6	2.58	4.64	3.08		S

* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC

A2 (Suite)

	Année, trimestre ou mois		Excédent ou déficit (-) des administrations publiques sur la base des comptes nationaux (en pourcentage du PIB)		Balance des paiements (en pourcentage du PIB)		Cours moyen au comptant du dollar É.-U. en dollars canadiens à midi
			Gouvernement du Canada	Ensemble des administrations publiques	Solde de la balance commerciale	Solde de la balance courante	
			(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
	1990		-4.9	-5.8	1.6	-3.4	1.1668
	1991		-5.4	-8.4	1.0	-3.7	1.1458
	1992		-5.1	-9.1	1.3	-3.6	1.2083
	1993		-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
	1994		-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
	1995		-3.9	-5.3	4.4	-0.8	1.3726
	1996		-2.0	-2.8	5.1	0.5	1.3636
	1997		0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
	1998		0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
	1999		0.9	1.6	4.3	0.3	1.4858
	2000		1.8	3.0	6.3	2.9	1.4852
	2001		1.2	1.4	6.4	2.4	1.5484
	2002		1.0	0.8	5.0	2.0	1.5704
Taux annuels	1999	III	1.5	3.1	4.9	0.7	1.4860
		IV	1.8	2.1	4.4	0.5	1.4726
	2000	I	1.8	2.2	5.6	2.6	1.4538
		II	1.3	3.2	6.0	2.6	1.4808
		III	2.3	3.5	6.4	2.9	1.4822
		IV	1.9	3.1	7.2	3.3	1.5258
	2001	I	1.6	2.4	8.2	4.3	1.5280
		II	1.8	2.3	6.9	3.2	1.5409
		III	1.1	0.9	5.3	1.1	1.5453
		IV	0.2	-	5.3	1.0	1.5803
	2002	I	0.5	0.4	5.5	2.4	1.5946
		II	0.9	0.5	5.0	2.2	1.5549
		III	1.1	0.8	5.0	1.8	1.5628
		IV	1.5	1.4	4.6	1.7	1.5698
	2003	I	1.4	1.9	5.2	2.3	1.5102
		II	-0.2	1.0	4.9	1.7	1.3984
		III					1.3799
Trois derniers mois							1.3799
Taux mensuels	2002	S					1.5758
		O					1.5778
		N					1.5714
		D					1.5593
	2003	J					1.5410
		F					1.5124
		M					1.4759
		A					1.4585
		M					1.3845
		J					1.3523
		J					1.3815
		A					1.3957
		S					1.3632

Notes relatives aux tableaux

Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

– Valeur nulle ou arrondie à zéro

Nota : Les espaces vides des colonnes signifient que les données ne sont pas disponibles ou ne s'appliquent pas. Une ligne horizontale dans le corps d'un tableau indique soit qu'il y a une rupture dans une série, soit que les données des périodes antérieures n'existent que sous une forme plus agrégée.

A1

(1) En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001. De nouveau en mai 2001, celle-ci a été prolongée jusqu'à la fin de 2006.

(2-3) Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (Tableau H8). L'indice de référence correspond à l'IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC.

(4-5) La ***fourchette opérationnelle*** est la fourchette de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour l'évolution du taux moyen auquel les courtiers en valeurs mobilières financent au jour le jour leurs stocks de titres du marché monétaire.

(6) ***Taux du financement à un jour.*** Il s'agit d'une estimation faite par la Banque du Canada. Cette mesure comprend le taux du financement obtenu par les principaux négociants du marché monétaire sous forme d'opérations générales de nantissement, notamment de pensions spéciales conclues avec la Banque du Canada, et sous forme de prêts à vue et de swaps de devises. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues à l'exception de celles qui étaient conclues directement avec la Banque du Canada. Ces dernières sont prises en compte dans les calculs depuis 1995.

(7) L'***indice des conditions monétaires*** (ICM) est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux du papier commercial à 90 jours et l'indice C-6 des cours du dollar canadien pondérés en fonction des échanges commerciaux (voir la note technique publiée dans la livraison de l'hiver 1998-1999 de la ***Revue de la Banque du Canada***, pages 125 et 126). L'ICM correspond à la somme des variations du taux d'intérêt et du tiers des variations du taux de change. La Banque ne s'efforce pas, à court terme, de maintenir l'ICM à un niveau précis. Voir la livraison de mai 1995 du ***Rapport sur la politique monétaire***, page 15.

(8) ***Taux du papier commercial à 90 jours.*** Il s'agit d'une estimation, faite à la Banque du Canada, des taux effectivement pratiqués sur le marché par les principaux emprunteurs à la date indiquée.

(9) L'indice C-6 est une moyenne pondérée des cours du dollar canadien par rapport aux grandes monnaies. (Voir la note technique publiée dans la livraison d'hiver 1998-1999 de la ***Revue de la Banque du Canada***, pages 125 et 126.) Les poids attribués aux divers pays s'appuient sur le volume des échanges commerciaux du Canada avec chacun de ces pays au cours des années 1994, 1995 et 1996. L'année de base de l'indice est 1992 (c'est-à-dire que l'indice C-6 est égal à 100 en 1992). L'indice C-6 est plus large que l'indice auparavant utilisé, qui était fondé sur les monnaies des pays du Groupe des Dix, puisqu'il inclut tous les pays de l'Union économique et monétaire européenne.

(10) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1 (***Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada***)

(11) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

A1 (suite)

(12) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)

(13) L'écart de rendement entre les ***obligations classiques*** et ***à rendement réel*** est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, d'une émission d'obligations à long terme prédéterminée. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement de l'émission par une autre plus pertinente. Le rendement des obligations à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1er décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1er décembre 2021.

(14-15) IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par un facteur qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir l'article intitulé « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel » et publié dans la livraison d'automne 1997 de la ***Revue de la Banque du Canada***, pages 29-47.

(16) ***Coûts unitaires de main-d'œuvre***. Il s'agit du revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base).

(17) IPPI : indice des prix des produits industriels. Cet indice englobe les prix des produits finis qui sont les plus couramment utilisés à des fins de consommation immédiate ou d'investissement.

(18) Les chiffres relatifs aux gains horaires moyens des employés permanents sont tirés de la publication de Statistique Canada intitulée ***Information population active*** (nº 71-001 au catalogue).

A2

La plupart des données du Tableau A2 sont tirées des séries publiées dans d'autres tableaux des *Statistiques bancaires et financières*. On trouvera ci-dessous, pour chaque colonne de données, une description détaillée et, le cas échéant, le numéro du tableau des *Statistiques bancaires et financières* d'où proviennent les chiffres.

(1) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1

(2) M1+ : M1 brut plus les dépôts à préavis transférables par chèque dans les banques, tous les dépôts transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions (desquels sont retranchés les dépôts de ces institutions), plus les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

(3) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

(4) M2+ : M2 plus les dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dans les caisses d'épargne publiques, les dépôts et les parts sociales dans les caisses populaires et les credit unions, les rentes individuelles offertes par les compagnies d'assurance vie, les fonds communs de placement du marché monétaire et les corrections apportées à M2+ qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1

(5) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)

(6) Crédits à court terme aux entreprises (Tableau E2)

(7) Ensemble des crédits aux entreprises (Tableau E2)

(8) Crédit à la consommation dans les institutions présentant un relevé mensuel (Tableau E2)

(9) Crédit hypothécaire à l'habitation (Tableau E2)

(10) Produit intérieur brut à prix courants (Tableau H1)

(11) Produit intérieur brut en dollars enchaînés de 1997 (Tableau H2)

(12) Produit intérieur brut par branche d'activité (Tableau H4)

(13) Personnes ayant un emploi, d'après l'Enquête sur la population active (militaires exclus) (Tableau H5)

(14) Taux de chômage, en pourcentage de la population active (Tableau H5)

(15-16) Les données relatives aux taux d'utilisation des capacités sont tirées de la publication trimestrielle de Statistique Canada intitulée ***Taux d'utilisation de la capacité industrielle au Canada*** (nº 31-003 au catalogue), qui fournit un aperçu de la méthodologie employée. Les ***industries productrices de biens non agricoles*** comprennent l'exploitation forestière, les mines, les carrières et les puits de pétrole, les industries manufacturières, la distribution de gaz et d'électricité et la construction.

(17) Indice des prix à la consommation (Tableau H8)

A1 (suite)

(18) Indice des prix à la consommation hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC (Tableau H8)

(19) Indice de prix en chaîne du produit intérieur brut (Tableau H3)

(20) Revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base)

(21-22) Les données relatives aux accords salariaux sont publiées par Développement des ressources humaines Canada. Elles représentent l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les nouvelles conventions collectives (assorties ou non de clauses de vie chère) et ne concernent que les unités de négociation comptant au moins 500 employés.

(23-24) Indices des prix des produits de base de la Banque du Canada : indice global et indice hors énergie (Tableau H9)

(25) Le rendement des ***bons du Trésor*** est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur types observés le mercredi indiqué.

(26-27) ***Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien.*** Les taux indiqués sont calculés en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, de certaines émissions d'obligations du gouvernement canadien dont les échéances correspondent à peu près à celles indiquées. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement d'une émission par une autre plus pertinente. Le rendement des ***obligations à rendement réel*** est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,25 % arrivant à échéance le 1er décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1er décembre 2021.

(28-29) Les données relatives à l'excédent ou au déficit budgétaire de l'État sont tirées des ***Comptes nationaux des revenus et dépenses*** (no 13-001 au catalogue), où elles figurent sous la rubrique « prêt net ».

(30) Solde commercial établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)

(31) Solde des transactions courantes établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)

(32) Moyenne des cours au comptant du dollar É.-U. en dollars canadiens à midi (Tableau I1)